

L'illiquidité du PE ne va donc pas de pair avec incertitudes et manque de transparence.

L'illiquidité comme vecteur de prédiction de performance ¹

Les ratios prudentiels et de solvabilité déterminent l'allocation au private equity (PE) des institutions financières. Selon l'Evca, les caisses de retraite et les groupes d'assurances ont fourni respectivement 23,0 % et 9,9 % des montants collectés par les fonds sur la période 2003-2007. Les réglementations internationales relatives aux établissements européens placent la liquidité des actifs au cœur de l'évaluation de solvabilité. A moins d'avoir une exposition préexistante au PE, une institution devra donc utiliser des ratios pré-déterminés qui utilisent la méthode value-at-risk, combinée à une approche mark-to-market sur 12 mois. Comme les investissements en non-coté sont réalisés pour trois à cinq ans, ces ratios augmentent significativement les coûts du capital-investissement.

performances sont très hétérogènes. Enfin, les rendements marginaux ont tendance à décroître, corrélativement à l'attractivité du private equity (qui a collecté 10 Md\$ à l'échelle internationale en 1991 et 3000 Md\$ en 2012).

Capitaliser sur l'illiquidité

Notre approche a été de capitaliser sur l'illiquidité de la classe d'actifs : la courbe en J devient un facteur d'analyse. Les profils des courbes sont agrégés par stratégie (venture capital dit VC, LBO), par géographie et par catégorie de rendement final (très bon, bon, moyen, médiocre). Chaque millésime est attribué à une catégorie. Le résultat est une série d'« idéaux-types » utilisés pour analyser les fonds de private equity. Une table de corrélation est établie pour tester le pouvoir prédictif des courbes en matière de performance. Enfin, nous testons statistiquement la fiabilité de ce pouvoir de prédiction. Les enseignements sont les suivants :

- i) Sous deux ans d'activité, les corrélations ne donnent pas d'indication claire de performance potentielle. Le taux de prédiction est inférieur à 50 %.
- ii) Des années 3 à 5, certaines corrélations chutent. La catégorie de performance la plus probable émerge progressivement. A la fin de l'année 3, les catégories de performance sont prévisibles entre 50 % (VC EMEA) et 65 % (LBO EMEA).
- iii) A partir de l'année 6, la catégorie de performance à laquelle le millésime appartient apparaît clairement.

Notre modèle mesure la distance entre les flux de trésorerie d'un fonds donné et ceux de fonds appartenant aux catégories de rendement identifiées. Il permet de travailler avec des données partielles et peu précises – et des flux de trésorerie incomplets (notamment de fonds en activité). L'illiquidité du PE ne va donc pas de pair avec incertitudes et manque de transparence : les flux de trésorerie nous racontent une histoire. Les pertes moyennes et maximales peuvent être calculées en phase avec la value-at-risk. Les autorités peuvent donc réduire les coûts de solvabilité associés au private equity, grâce à notre méthode d'analyse dynamique des risques. Les acteurs du secondaire devraient également apprécier son utilité. // C.D.



CYRIL DEMARIA

Enseignant à ESCP-Europe, EDHEC et EADA

Auteur d'*Introduction au private equity*, RB Editeur (2012) et *Private Equity Funds Investments*, Palgrave (2014)

1. Cet article est tiré de l'article de l'auteur : « The predictive power of the J-Curve », disponible au http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2296967. Il a bénéficié du soutien du Crédit Agricole (Suisse).

COURBES DE FLUX DE TRÉSORERIE CUMULÉS DU CAPITAL-RISQUE AMÉRICAIN (1980-2001)

CLASSÉES EN FONCTION DES RENDEMENTS TRÈS ÉLEVÉS, ÉLEVÉS, MOYENS ET MÉDIOGRES

Source : Auteur, 2013 (données Thomson, réévaluées sur une base 100)

