

# Retournement de cycle : les grands fonds de buyout résistent-ils mieux que les petits fonds ?

Tendances de marché - 5 octobre 2018

1



**Jean-Yves Lagache**  
Managing Director - Investissements en Fonds  
jyl@essling.com

Nous avons analysé le comportement des fonds de buyout lors du dernier retournement de cycle de marché intervenu fin 2008. L'étude des données de la base Preqin permet d'apporter un éclairage sur une préoccupation grandissante des investisseurs.

## Points clés

- Les performances des fonds buyout européen levés avant la crise financière de 2008 ont dans l'ensemble été solides ;
- Les fonds de petite taille ne se sont pas avérés plus risqués que les fonds de grande taille, avec un ratio de perte comparable pour le quartile le moins performant ;
- En revanche la première moitié des fonds de petite et moyenne taille a sensiblement surperformé celle des fonds de grande taille en TRI comme en multiple.

## Les fonds de buyout européens ont-ils bien résisté à la dernière crise ?

Sur la dernière décennie, les millésimes 2005 et 2006 ont été les plus impactés par la grande crise financière intervenue fin 2008, car ces fonds ont déployé une partie importante de leur capital en haut de cycle. Néanmoins **les performances du buyout européen sur ces deux millésimes ont été solides** toutes tailles de fonds confondues.

Cette performance à date ne devrait pas être remise en cause par les aléas liés aux dernières participations en portefeuille car l'essentiel des participations des fonds a été cédé et le capital retourné aux investisseurs

## Performance des millésimes 2005 et 2006

| Univers européen de fonds de buyout |             |            |
|-------------------------------------|-------------|------------|
| TRI médian                          | TVPI médian | DPI Médian |
| 9,18%                               | 1,57x       | 1,43x      |

Source : Preqin, données disponibles au 30/09/2018

TRI : Taux de rentabilité annualisé.

TVPI : Somme des avoirs redistribués aux investisseurs et de la valeur latente du fonds, rapportée aux capitaux appelés, soit le multiple de retour effectif et potentiel (« total value to paid-in »).

DPI : Redistribution des avoirs aux investisseurs rapportée aux capitaux appelés, soit le multiple de retour effectif (« distribution to paid-in »).

## Observe-t-on un lien entre performance et taille des fonds de buyout en bas de cycle ?

Les fonds de taille comprise entre 100 M€ et 500 M€ (qui investissent des tickets d'equity compris entre 5 et 100 M€ dans des transactions de type « Small Cap » et « Lower Mid Cap ») ont généré des performances médianes comparables à celles des fonds de taille supérieure à 500 M€ (transactions « Upper Mid Market » et « Large Cap »).

### Comparaison des performances des millésimes 2005 et 2006 par taille de fonds

|             | Fonds de buyout entre 100 et 500 M€ | Fonds de buyout supérieurs à 500 M€ |
|-------------|-------------------------------------|-------------------------------------|
| TRI médian  | 9,70%                               | 9,16%                               |
| TVPI médian | 1,57x                               | 1,57x                               |
| DPI Médian  | 1,42x                               | 1,43x                               |

Source : Preqin, données disponibles au 30/09/2018

En revanche le premier quartile et le deuxième quartile des fonds de petite taille ont surperformé substantiellement le premier quartile et le deuxième quartile des fonds de taille supérieure.

### Comparaison de la partie haute des performances des millésimes 2005 et 2006 par taille de fonds

|                               | Fonds de buyout entre 100 et 500 M€ | Fonds de buyout supérieurs à 500 M€ |
|-------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|
| TRI limite basse 1er décile   | 32,00%                              | 14,00%                              |
| TRI limite basse 1er quartile | 20,50%                              | 11,20%                              |
| TVPI moyen 1er quartile       | 2,94x                               | 2,03x                               |
| TVPI moyen 2e quartile        | 1,70x                               | 1,63x                               |

Source : Preqin, données disponibles au 30/09/2018

On notera qu'un seul fonds de grande taille parmi un échantillon de 29 a atteint un TRI net de 20% pour ces 2 millésimes.

De nombreux fonds de petite et moyenne taille ont en revanche bien tiré leur épingle du jeu puisqu'on en dénombre 9 parmi un échantillon de 35 dont le TRI net a dépassé 20%.

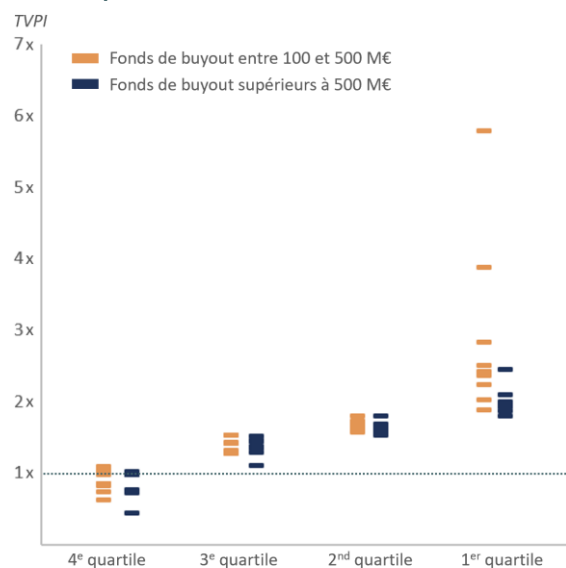
## Observe-on un lien entre contre-performance et taille des fonds de buyout en bas de cycle ?

Le dernier quartile des fonds de taille comprise entre 100 M€ et 500 M€ et le dernier quartile des fonds de taille supérieure à 500 M€ affichent une performance moyenne négative comparable. Les TVPI moyens sont respectivement de 0,87x et 0,88x soit une perte en capital de 13% et 12%.

Pour l'anecdote le fonds qui a subi la perte en capital la plus élevée est un fonds de taille supérieure à 500 M€ (TVPI 0,46x).

L'idée répandue selon laquelle les fonds et les transactions de petite taille sont plus risqués que ceux de grande taille n'est ainsi pas démontrée dans les faits, au sein de l'univers du buyout européen.

### Répartition de la performance des millésimes 2005 et 2006 par TVPI et TRI



| TRI                     |                         | TRI Moyen par taille de fonds |                          |        |       |        |        |
|-------------------------|-------------------------|-------------------------------|--------------------------|--------|-------|--------|--------|
| 4 <sup>e</sup> quartile | 3 <sup>e</sup> quartile | 2 <sup>nd</sup> quartile      | 1 <sup>er</sup> quartile |        |       |        |        |
| n.s.                    | n.s.                    | 6,25%                         | 7,50%                    | 11,96% | 9,89% | 40,41% | 13,66% |

Source : Preqin, données disponibles au 30/09/2018

### Conclusion :

Ces observations factuelles du dernier retournement de cycle dans le Private Equity nous permettent de tirer 3 grands enseignements :

- La dispersion des performances des fonds est plus élevée parmi les fonds de petite et moyenne taille que parmi les grands mais il s'agit d'une « bonne » dispersion car elle est **potentiellement génératrice de sur-performance**, à condition d'avoir accès à ces fonds ;
- En termes de risque, le retournement de cycle affecte aussi bien les grands fonds que les petits fonds de buyout, avec **un ratio de pertes comparable pour les fonds du dernier quartile** ;
- Notre interprétation de ces résultats est que la taille des sociétés sous-jacentes n'est pas une protection suffisante en cas de retournement de marché dans les opérations de capital-transmission. En effet, **certaines transactions de grande taille ont été conclues sur la base de prix d'entrée et de levier d'endettement excessifs entre 2005 et 2007**, ce qui a pénalisé les fonds qui détenaient ces sociétés lors du retournement de cycle intervenu en 2008-2009.

## Biographie



### Jean-Yves Lagache

**Managing Director - Investissements en Fonds**

[jyl@essling.com](mailto:jyl@essling.com)

Jean-Yves, 56 ans, rejoint Essling Capital en 2017 après 22 années passées au sein d'Amundi notamment en tant que responsable des investissements dans l'équipe de sélection de fonds de Private Equity depuis 2007.

Il a débuté sa carrière au sein du Groupe Sodexo, puis du Groupe Suez.

Diplômé de l'ESSEC, Jean-Yves est titulaire d'un DESCF et d'une maîtrise en droit et est analyste financier.

*Ce document d'information est un point de vue d'Essling Capital. Il a pour objectif d'informer ses lecteurs de manière générale et ne constitue en aucun cas un conseil d'investissement ou un quelconque démarchage.*

*Pour toute information complémentaire, veuillez nous contacter à l'adresse suivante : [ir@essling.com](mailto:ir@essling.com)*



À propos d'Essling Capital – [www.esslingcapital.com](http://www.esslingcapital.com)

Créée en 2017 et dirigée par Michele Mezzarobba, Essling Capital est une société de gestion indépendante spécialisée dans le capital-investissement. Essling Capital gère et conseille plus de 1 milliard d'euros en Europe et à l'international. Grâce à son réseau international, Essling Capital propose à ses investisseurs des solutions d'investissements innovantes et de premier plan. Essling Capital est agréée par l'AMF, agrément n°GP – 17000016. Essling Capital s'adresse uniquement à des investisseurs professionnels. Veuillez-vous reporter aux mentions légales présentes sur le site internet pour plus de précisions sur les risques inhérents aux investissements et les politiques mises en place par la société.