

# **La Buy-and-Build Strategy en Private Equity**

**Travail de Bachelor réalisé en vue de l'obtention du Bachelor HES**

par :

**Marc LEUENBERGER**

Conseiller au travail de Bachelor :

**Robert SEILER, chargé de cours**

**Genève, 06 juin 2019**

**Haute École de Gestion de Genève (HEG-GE)**

**Filière économie d'entreprise**

## Déclaration

Ce travail de Bachelor est réalisé dans le cadre de l'examen final de la Haute école de gestion de Genève, en vue de l'obtention du titre de Bachelor of Science en économie d'entreprise.

L'étudiant a envoyé ce document par email à l'adresse d'analyse remise par son conseiller au travail de Bachelor pour analyse par le logiciel de détection de plagiat URKUND.  
<http://www.urkund.com/fr/student/392-urkund-faq>

L'étudiant accepte, le cas échéant, la clause de confidentialité. L'utilisation des conclusions et recommandations formulées dans le travail de Bachelor, sans préjuger de leur valeur, n'engage ni la responsabilité de l'auteur, ni celle du conseiller au travail de Bachelor, du juré et de la HEG.

« J'atteste avoir réalisé seul le présent travail, sans avoir utilisé des sources autres que celles citées dans la bibliographie. »

Fait à Genève le 04 juin 2019

Marc Leuenberger



# Remerciements

Je tiens à remercier en premier lieu Monsieur Robert Seiler qui m'aura suivi tout au long de ce fastidieux mais néanmoins très intéressant travail et sans qui la réalisation de ce dernier aurait pris une autre tournure. Son soutien et son engagement auront été d'une aide précieuse et ont été grandement appréciés. Je souhaite également remercier Madame Melody Cattaneo et les employés d'Unigestion qui m'ont chaleureusement accueilli en leurs bureaux me permettant ainsi d'avoir accès à Preqin et Pitchbook. Sans leur soutien, la collecte de données nécessaire à la bonne réalisation de ce travail n'aurait pas été possible. Je remercie personnellement Monsieur Christiaan De Lint, Headway Capital Partners, qui aura été présent pour répondre à mes interrogations et me conseiller. Une attention particulière pour Madame Kathrin Dietrich-Pfaffenbach, directrice des conférences à l'European Private Equity summit de Francfort, qui a eu la générosité de m'inviter à l'événement me permettant ainsi d'échanger avec des experts du Private Equity. Je remercie ma famille, mes amis, ainsi que les enseignants de la HEG qui, à leur manière, m'ont permis de réussir ces quatre années et de réaliser mon travail de bachelor dans des conditions idéales.

Mes remerciements ne seraient pas complets sans mentionner les Rentes Genevoises et tout particulièrement Madame Monserrat Alarcon Clerc et Madame Christine Claude qui m'ont offert un cadre de travail idéal durant quatre années. Sans elles cette aventure aurait été bien différente et je me réjouis d'avoir eu la chance de partager ces années et cette expérience avec elles.

## Résumé

L'objectif de ce travail est principalement d'offrir aux potentiels investisseurs un aperçu global de la stratégie Buy-and-Build et de recommander ou non l'investissement. De plus, ce travail vient compléter la littérature déjà existante sur le sujet.

Tout au long de ce travail, il a été relevé que de nombreux facteurs étaient ou pouvaient être utilisés afin de créer de la valeur supplémentaire pour les sociétés détenues en fonds. Nous aurons également pu constater, au travers de multiples comparaisons que la stratégie est bien source de surperformance et permet, ainsi, aux investisseurs de dégager des rendements supérieurs. Ces observations ont notamment été faites contre le marché action, contre les fonds LBO et contre les fonds Buy-and-Build présentant une part plus au moins importante de cette stratégie. De plus, les divers risques liés à un investissement en Private Equity et plus précisément en Buy-and-Build ont été mentionnés afin que l'investisseur puisse en avoir une connaissance plus élargie. Les avantages auront été relevés dans le même but.

Pour terminer, suite à cette étude relativement complète, une recommandation d'investissement aura été émise pour les potentiels limited partners présentant un profil le permettant. Cette recommandation est principalement basée sur les surperformances attendues ainsi que les risques principaux liés à un investissement.

# Table des matières

|   |            |
|---|------------|
| <b>Déclaration.....</b>   | <b>i</b>   |
| <b>Remerciements.....</b>   | <b>ii</b>  |
| <b>Résumé .....</b>   | <b>iii</b> |
| <b>1. Introduction .....</b>  | <b>1</b>   |
| <b>1.1 Généralités .....</b>  | <b>1</b>   |
| <b>1.2 Définition de la stratégie Buy-and-Build .....</b>                         | <b>1</b>   |
| <b>1.3 Point de situation.....</b>  | <b>2</b>   |
| <b>2. Facteurs créant de la valeur au sein des sociétés gérées .....</b>          | <b>3</b>   |
| <b>2.1 La réalisation des synergies.....</b>                                      | <b>4</b>   |
| <b>2.2 Allocations des capitaux.....</b>  | <b>4</b>   |
| 2.2.1 Capacité de production.....   | 4          |
| 2.2.2 Capital humain.....   | 4          |
| <b>2.3 Size premium .....</b>   | <b>5</b>   |
| <b>2.4 Multiple expansion .....</b>   | <b>5</b>   |
| <b>2.5 Utilisation de levier.....</b>   | <b>5</b>   |
| <b>2.6 Les facteurs ESG .....</b>   | <b>6</b>   |
| <b>2.7 Impact sur la performance. ....</b>  | <b>6</b>   |
| <b>3. Performances des fonds Buy-and-Build.....</b>                               | <b>7</b>   |
| <b>3.1 Comparaison des diverses sources de performances dans la littérature 7</b> |            |
| 3.1.1 Simple add-ons vs cross-border add-ons.....                                 | 8          |
| 3.1.2 Larger platform vs Smaller platform .....                                   | 8          |
| 3.1.3 Nombre de add-ons .....   | 9          |
| 3.1.4 Consolidation vs diversification .....                                      | 9          |
| 3.1.5 Primaries buyouts vs Secondaries.....                                       | 9          |
| 3.1.6 Expérience des gérants .....  | 9          |
| 3.1.7 Industry specifications .....   | 10         |
| 3.1.8 Low interest rate vs high interest rate .....                               | 10         |
| <b>3.2 Informations préalables à l'analyse de la performance .....</b>            | <b>11</b>  |
| 3.2.1 Création de l'échantillon .....   | 11         |
| 3.2.2 Méthode de comparaison .....  | 12         |
| 3.2.3 Observation attendue .....  | 13         |
| <b>3.3 Performance observée des fonds Buy-and-Build .....</b>                     | <b>13</b>  |
| 3.3.1 Performance des fonds Buy-and-Build.....                                    | 14         |
| 3.3.1.1 Échantillon .....   | 14         |
| 3.3.1.2 Performance Buy-and-Build .....   | 14         |
| 3.3.2 Performance comparée aux fonds LBO .....                                    | 16         |
| 3.3.2.1 En utilisant le KS-PME .....  | 16         |
| 3.3.2.2 En utilisant le net IRR.....  | 17         |

|            |  |           |
|------------|--|-----------|
| 3.3.3      | Performances comparées entre les fonds B&B50% et B&B25% .....              | 20        |
| <b>3.4</b> | <b>Conclusion sur les performances .....</b>                               | <b>21</b> |
| 3.4.1      | Analyse de la performance .....  | 21        |
| 3.4.2      | Retour sur les observations attendues.....                                 | 22        |
| 3.4.3      | Compléments d'informations .....   | 23        |
| <b>4.</b>  | <b>Les sources du risque.....</b>  | <b>23</b> |
| <b>4.1</b> | <b>La dette ou levier .....</b>  | <b>24</b> |
| 4.1.1      | Le niveau de la dette .....  | 24        |
| 4.1.2      | Les taux d'intérêts .....  | 24        |
| <b>4.2</b> | <b>Les capitaux disponibles .....</b>                                      | <b>24</b> |
| <b>4.3</b> | <b>L'expérience des gérants.....</b>                                       | <b>25</b> |
| 4.3.1      | Les gérants en eux-mêmes .....   | 25        |
| 4.3.2      | Sélection du management .....  | 25        |
| 4.3.3      | Les risques opérationnels.....   | 26        |
| <b>5.</b>  | <b>L'intérêt pour les Limited Partners.....</b>                            | <b>26</b> |
| <b>5.1</b> | <b>Les risques pour les limited partners .....</b>                         | <b>26</b> |
| 5.1.1      | Risques opérationnels .....  | 26        |
| 5.1.2      | Les risques liés à l'illiquidité.....                                      | 27        |
| 5.1.3      | Les risques de financement.....  | 28        |
| 5.1.4      | Risques de marché.....   | 28        |
| 5.1.5      | Risques de capital .....   | 29        |
| <b>5.2</b> | <b>Les avantages pour les Limited Partners .....</b>                       | <b>29</b> |
| 5.2.1      | La performance .....   | 29        |
| 5.2.2      | La diversification .....   | 30        |
| <b>5.3</b> | <b>Recommandations et conclusion.....</b>                                  | <b>30</b> |
| 5.3.1      | Recommandations.....   | 31        |
| 5.3.2      | Conclusion.....  | 32        |
|            | <b>Bibliographie .....</b>   | <b>33</b> |
|            | <b>Annexe 1 : Compléments analyse LBO – IRR.....</b>                       | <b>34</b> |
|            | <b>Annexe 2 : Compléments analyse B&amp;B50% vs B&amp;B25% - IRR .....</b> | <b>36</b> |
|            | <b>Annexe 3 : Glossaire.....</b>   | <b>38</b> |

# 1. Introduction

Sous ce paragraphe, les buts de ce travail de bachelor ainsi que certaines définitions clé ou générales seront introduites. Un aperçu global des informations présentées plus en aval dans ce document seront fournies afin de donner un aperçu général des données traitées qui s'y trouvent.

## 1.1 Généralités

La problématique qui sera traitée toute au long de ce travail est : « quel est l'intérêt de la stratégie Buy-and-Build en Private Equity pour les Limited Partners<sup>g</sup> ? ». Plus précisément, nous verrons quel est l'apport de performance qu'a cette stratégie sur les fonds PE. La performance des fonds présentant une composante Buy-and-Build (abrégé B&B ci-après) suffisante sera comparée aux divers marchés actions jugé similaire au travers du KS-PME index<sup>m</sup>. Nous ressortirons également les principaux facteurs permettant d'ajouter de la valeur aux sociétés gérées et diverses méthodes utilisées afin de réaliser la performance. Les risques au niveau des fonds seront également relevés. Cependant, aucune valeur ne sera donnée tant aux facteurs générant de la performance qu'aux facteurs de risque pour de nombreuses raisons. En conclusion, nous traiterons des avantages et risques pour les Limited Partners afin de décider s'il est avantageux pour eux d'investir dans ce genre de fonds.

Tout au long de ce travail, des abréviations seront faites et les définitions/explications seront données en partant du principe que le lecteur est connaisseur du domaine. Un glossaire et des détails supplémentaires seront donnés dans l'annexe 3 afin de simplifier la lecture. Une lettrine sera placée à côté des termes ayant une explication en annexe lors de leur première apparition.

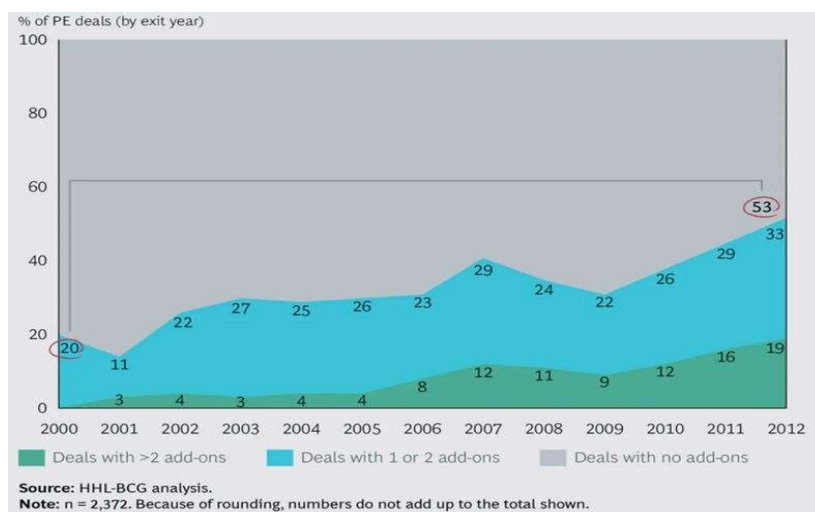
## 1.2 Définition de la stratégie Buy-and-Build

Avant de développer ce travail de recherche, une brève définition du Private Equity et de la Buy-and-Build Strategy doit être faite. Pour commencer, il existe deux définitions du Private Equity. En Europe, le terme Private Equity est souvent utilisé pour traiter à la fois des LBO<sup>a</sup>, des VC<sup>b</sup>, Private Debt, Private Real Estate, etc. Aux Etats-Unis, le Private Equity fait principalement référence aux LBO. Dans ce travail, nous utiliserons la définition américaine afin de simplifier la lecture.

Une stratégie Buy-and-Build est similaire aux LBO, c'est pourquoi il est difficile de distinguer les deux stratégies et ce thème est parfois sujet à controverse. Il est d'ailleurs admis que la stratégie B&B appartient à l'univers LBO et en est une sous-catégorie puisqu'elle partage de nombreuses similitudes avec cette dernière et est presque exclusivement présente dans des fonds LBO. Dans ce travail, une B&B sera considérée comme une société plateforme<sup>c</sup> réalisant au minimum un add-on. Un fonds à stratégie Buy-and-Build sera considéré comme tel si au moins 25% de la NAV<sup>k</sup> est représentée par des add-ons<sup>d</sup>. Des détails supplémentaires sont mentionnés plus bas dans ce travail.

### 1.3 Point de situation

D'après un rapport publié par le Boston Consulting Group, la stratégie Buy-and-Build a vécu une très forte croissance sur la période 2000 – 2015. En effet, la part des capitaux investis par les Private Equity dans cette stratégie c'est rapproché des 50 % en 2012 (c.f. graphique ci-dessous). Cet attrait est lié à l'afflux massif de capitaux en Private Equity et les attentes de performance nette de plus en plus importantes de la part des Limited Partners. Cette stratégie n'est pas nouvelle, mais elle était principalement utilisée par des Private Equity de plus petite taille. Cependant, depuis quelques années, cette stratégie semble se démocratiser et commence à être utilisée par les grandes entreprises telles que KKR, EQT ou encore Apollo Global Management. La stratégie Buy-and-Build permet d'apporter un outil supplémentaire « operational value creation » permettant de compléter l'approche traditionnelle, soit financial engineering et levier, offrant ainsi des perspectives supplémentaires de génération de performance. Cependant, il apparaît que peu de gérant savent pour l'instant générer pleinement les plus-values possibles. De plus, cette stratégie demande un investissement personnel et un suivi important de la part des gérants.(Investcorp, 2018)



La littérature scientifique sur la stratégie Buy-and-Build est très rare en raison du relativement nouvel attrait pour cette dernière ainsi que des nombreuses similitudes avec



le LBO. Mon travail se base principalement sur des travaux de bachelor et master ainsi que des recherches réalisées par des experts du secteur tel que Tim Jenkinson, Steven Kaplan, Ludovic Phalippou, etc. Certaines informations ont également été trouvées dans des lectures traitant des LBO.

Il est à noter qu'accéder aux informations relatives aux fonds PE est très compliqué lorsqu'on est externe au domaine. Afin de réaliser la partie performance, les bases de données Prequin et Pitchbook ont été utilisées.

## **2. Facteurs créant de la valeur au sein des sociétés gérées**

L'ensemble des facteurs qui sont traités sous ce chapitre visent à augmenter soit l'EBITDA des sociétés sous gestion soit le multiple EV/EBITDA<sup>i</sup> ou EV/SALES<sup>j</sup> payé lors de la vente de la société vis-à-vis du multiple d'achat. L'augmentation de l'EBITDA peut être réalisée soit au travers d'une augmentation du CA<sup>1</sup>, soit via une diminution des charges des entreprises sous gestion. Il est important de relever que les Private Equity utilisent principalement le ratio EV/EBITDA ou EV/SALES afin de comparer et d'évaluer le prix payé pour une société. Il y a de nombreux facteurs permettant d'augmenter le multiple EV/EBITDA et EV/SALES et certains d'entre eux seront traités dans les points suivants.

Les facteurs mentionnés ci-dessous sont non exhaustifs et résultent de recherches faites dans d'autres travaux ou d'entretiens menés principalement à l'European Private Equity Summit 2018 à Francfort. Il est par conséquent probable qu'il existe d'autres méthodes utilisées. De plus, en raison de la similitude entre les LBO et les B&B, la majorité de ces facteurs ne sont pas exclusifs à la B&B, mais répandue dans l'ensemble de l'univers LBO.

Il est important de noter que le principal objectif de la stratégie B&B est de créer de la valeur au travers de la réalisation d'économies d'échelles grâce à la réalisation des synergies notamment, de gagner en part de marché ou d'augmenter la taille de la société afin de bénéficier du premium lié à la taille. (Hammer & Hinrichs, 2016; Investcorp, 2018; Thomas Wetzler, 2017) Ces points seront explicités plus en détail par la suite.

La performance apportée par ces divers facteurs sera traitée dans le chapitre 3.

---

<sup>1</sup> Chiffre d'affaires : Les Ventes réalisées sur une année comptable

## **2.1 La réalisation des synergies**

La réalisation des synergies est au cœur de la stratégie Buy-and-Build. Ce facteur est un moyen efficace, si le processus d'intégration est correctement effectué, de réduire les charges par unité vendue et permet une allocation plus optimale des capitaux à disposition. Elle est présente à la fois sur les intégrations horizontales et verticales. Cependant, à fin d'être réalisé de manière optimale, le processus d'intégration prend du temps et nécessite une attention particulière de la part des gérants. (Hammer & Hinrichs, 2016; Investcorp, 2018; Thomas Wetzler, 2017)

## **2.2 Allocations des capitaux**

Sous ce point, les capitaux de production et humains sont traités. Leurs utilités respectives et les moyens de s'en servir afin d'augmenter la performance sont introduits.

### **2.2.1 Capacité de production**

Au même titre que la réalisation des synergies, ce facteur est communément utilisé et en découle. En principe, le fonds Private Equity achètera une plateforme étant en sous/surcapacité de production, ayant une capacité de financement importante et procédera à un add-on avec la spécificité inverse. De ce fait, il est possible de transférer les capacités de production excédentaires au sein du groupe. Ce faisant, la masse produite est augmentée et, par conséquent, le chiffre d'affaires également. D'après une étude, une meilleure allocation des capacités de production est le principal créateur de valeur à la suite d'une opération M&A<sup>2</sup>. (Borell & Heger, 2013; Devos, Kadapakkam, & Krishnamurthy, 2009). On peut également noter que les coûts de production par unité diminuent. De ce fait, il est par exemple possible de maintenir le taux de marge au même niveau en baissant le prix afin d'être plus concurrentiel et sans toucher à l'EBITDA (en pourcentage du CA).

### **2.2.2 Capital humain**

Il est possible d'améliorer significativement la capacité de production des employés d'une entreprise. L'amélioration est possible au travers d'investissements dans l'IT afin de pouvoir automatiser les tâches à faible valeur ajoutée. Ces investissements peuvent être faits au niveau de programme ou logiciel systématisant le processus ou via l'intelligence artificielle. Se faisant, les employés ont plus de temps pour réaliser des missions plus critiques. D'après la présentation de Monsieur H. Schnoes, Advent International, lors de

---

<sup>2</sup> Merger and Acquisition (en français, fusion et acquisition) : c'est le fait d'acquérir ou de fusionner avec une autre entité

l'European Private Equity Summit 2018 à Francfort, une meilleure utilisation des ressources technologiques permet une meilleure allocation des capitaux humains.

## 2.3 Size premium

Il a été observé que les sociétés de plus petites tailles se traitent à des multiples inférieurs aux sociétés de taille supérieure. Pour schématiser, *multiple plus important Mega > Big > Mid > small multiple plus faible*. La raison de cette « discrimination » est liée au pricing du risque sur les marchés. En effet, plus une société est petite, plus elle présente des risques et plus le discount sur son multiple sera important. Il existe de nombreuses sources de risques et notamment la plus grande illiquidité des marchés SMID<sup>e</sup>, le risque accru de faillite, la plus grande difficulté d'obtenir du financement, etc.... Par conséquent, les GP<sup>f</sup>, via l'acquisition de add-ons, essaient de faire grandir suffisamment la taille du groupe afin de changer de catégorie. En général, les gérants procèdent à l'acquisition de plusieurs add-ons afin de bénéficier du Size premium. De ce fait, et si aucune autre variable n'a évolué, la société bénéficiera d'une augmentation de son multiple EV/EBITDA et EV/SALES directement lié au Size Premium lors de la vente. (Investcorp, 2018; Thomas Wetzer, 2017)

## 2.4 Multiple expansion

Cette méthode a déjà été quelque peu traitée sous le point Size premium. Cependant, il est préférable de le traiter plus en profondeur sous ce point. L'expansion des multiples, principalement EV/EBITDA et EV/SALES peuvent être atteints par deux stratégies différentes. En premier lieu, nous avons via le « multiple engineering » qui consiste à prouver au marché que l'entreprise vaut plus (size premium, croissance plus élevée, EBITDA plus important, etc...). En second lieu, nous avons le « market timing ». Il a été observé que 25% des fonds bénéficieraient du market timing. (Thomas Wetzer, 2017) C'est-à-dire, investir lorsque les multiples moyens sur le marché sont plus faibles et sortir lorsque les multiples sont plus élevés. Il est à noter que les Private Equity bénéficient d'un discount sur le prix payé lors de l'acquisition d'une société pour une stratégie standalone ou pour une plateforme. Il faut également relever que les Private Equity revendent les sociétés au même multiple que celui présent sur le marché. Par conséquent, il y a un multiple expansion de par ce phénomène. Cependant, le discount observé sur l'acquisition d'une plateforme n'est pas présent lors de l'acquisition d'un add-on via la plateforme. (Thomas Wetzer, 2017)

## 2.5 Utilisation de levier

Le levier est très utilisé pour le financement des LBO simple ainsi que les Buy-and-Build. Les niveaux de dettes sont généralement compris entre 60 % - 80 % du montant de la

transaction. Le but d'un tel levier est de diminuer la marge de manœuvre des cadres de la société et les pousser à investir les capitaux disponibles dans les projets les plus rentables. (Thomas Wetzler, 2017) De plus, le remboursement de la dette (ou deleveraging) apporte également un gain supplémentaire de valeur. Il y a par conséquent un double apport à l'utilisation de levier.

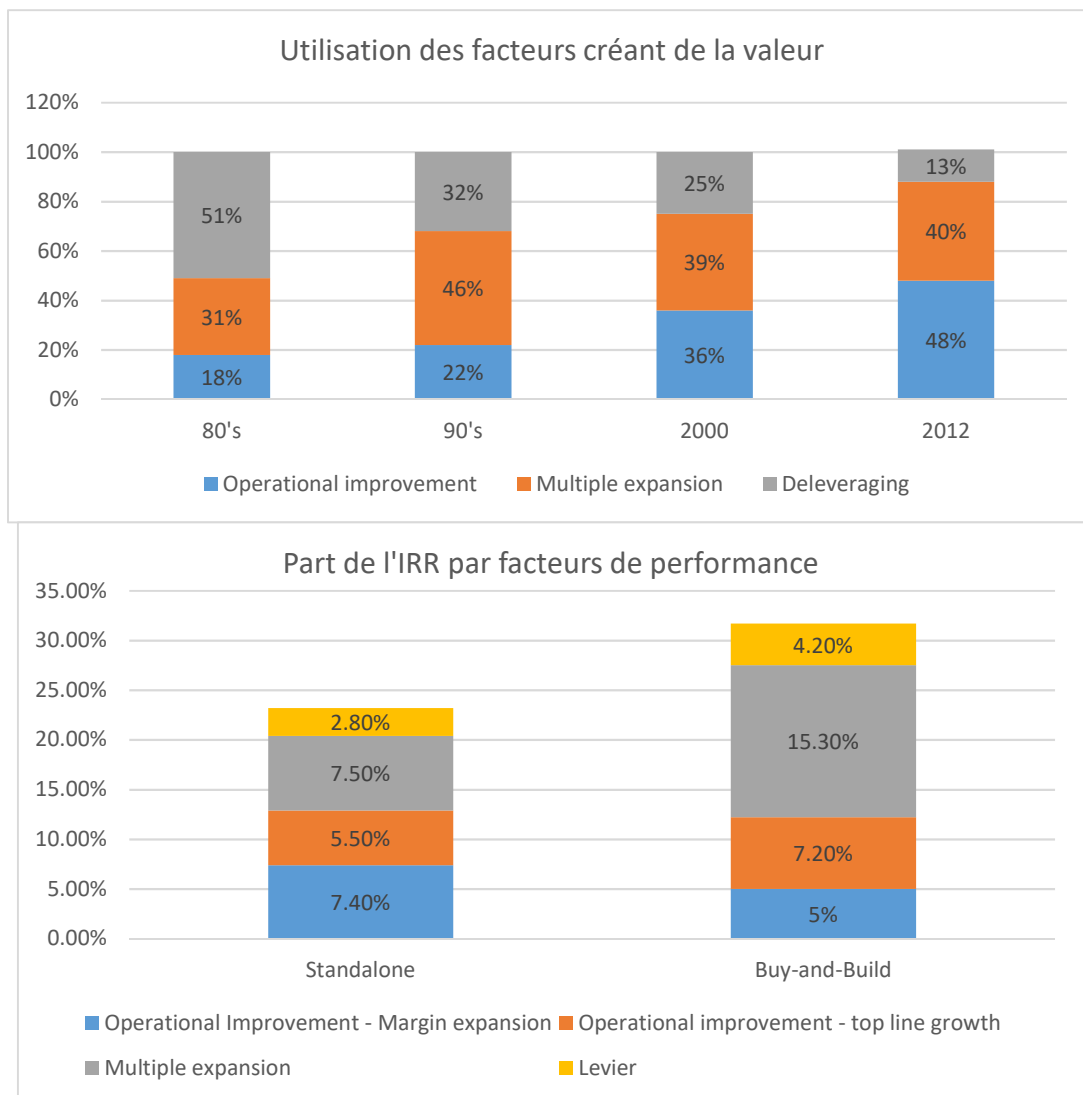
## **2.6 Les facteurs ESG**

Selon Madame Dörte HÖPPNER, COO de Riverside Europe, les facteurs ESG<sup>i</sup> attirent de plus en plus l'attention du public et par conséquent des investisseurs/acheteurs. En effet, nous évoluons dans une société pour laquelle l'écologie et l'égalité ont une importance grandissante. Deux principales tendances découlent de cette évolution. Premièrement, les investisseurs sont prêts à racheter avec un premium les entreprises ayant un score ESG intéressant. De ce fait, les GP, en réalisant les modifications nécessaires, peuvent réaliser une meilleure performance lors de la sortie grâce à ce facteur. Deuxièmement, les investisseurs recherchent de plus en plus les fonds ayant un focus ESG ou ayant eux-mêmes une suffisante représentation de femme dans la structure du fonds. De ce fait, les fonds répondant à ces critères pourront avoir une plus grande facilité à lever des capitaux à l'avenir si cette tendance se confirme.

L'utilisation des critères ESG comme outils de performance n'est que relativement récente et n'est pas utilisée par la majorité des GP. De plus, et toujours selon Mme Höppner, tenir compte du facteur ESG n'est plus seulement un « nice to have » pour les stratégies PE, mais un complément important aux retours sur investissements supérieurs.

## **2.7 Impact sur la performance.**

L'utilisation de ces divers facteurs a bien évidemment pour but de créer de la valeur et ainsi booster la performance du fonds. Comme annoncé précédemment, la performance sera traitée dans le chapitre trois. Sous ce point, l'apport de chaque facteur sera relevé. Il existe trois catégories de facteurs : 1- Deleveraging 2- Multiple expansion 3- Operational Improvement. La part de ces facteurs dans la création de valeur a évolué au fil des décennies. Par exemple, le remboursement de la dette représentait 51 % de la création de valeur dans les années 80 contre 13 % en 2012. A l'inverse, la stratégie d'amélioration opérationnelle est passée de 18 % à 48 % sur la même période. (Brigl, 2016) L'importance de ces divers facteurs poursuivra probablement son évolution et de nouveaux pourraient émerger. L'importance croissante des améliorations opérationnelles présentée ci-dessus est en partie due à la démocratisation de la stratégie Buy-and-Build puisque cette dernière focalise une part importante de ses ressources sur ce facteur. L'apport de ces divers points est présenté plus lisiblement sur les deux graphiques ci-dessous :



### 3. Performances des fonds Buy-and-Build

Sous ce chapitre, de nombreux points liés à la performance sont traités. Un aperçu des diverses sources de performances est présenté. La création de l'échantillon, les observations attendues ainsi que la comparaison des performances sont également présentées sous ce point. Les conclusions liées aux observations de performances sont données en fin de chapitre afin de simplifier la lecture.

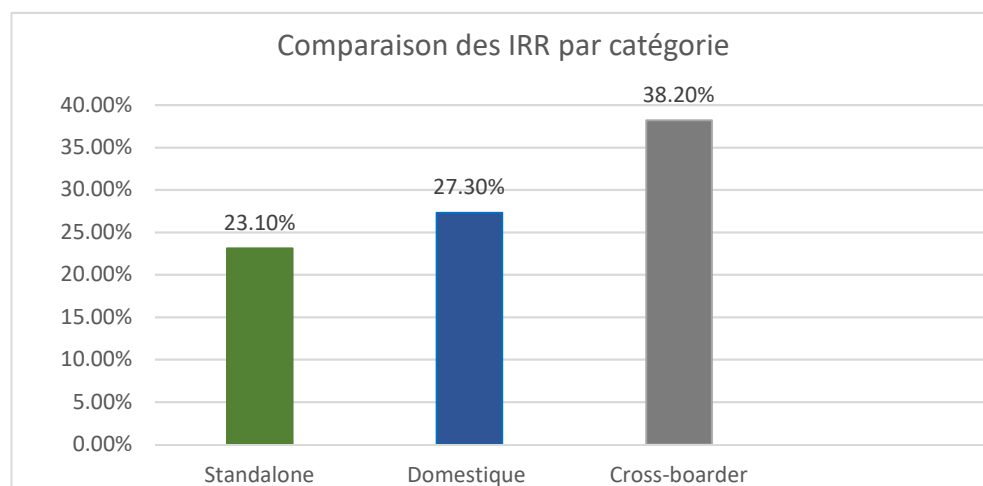
#### 3.1 Comparaison des diverses sources de performances dans la littérature

Les chiffres mentionnés dans les points ci-dessous proviennent d'une recherche réalisée par le Boston Consulting Group en 2016. Le reste des informations provient d'une multitude de sources, le BGC notamment, dont l'étude est très complète. Les graphiques présentés ci-après présentent les chiffres repris de l'article du Boston Consulting Group, les tableaux ont été refaits afin d'être titrés en français.

### 3.1.1 Simple add-ons vs cross-border add-ons

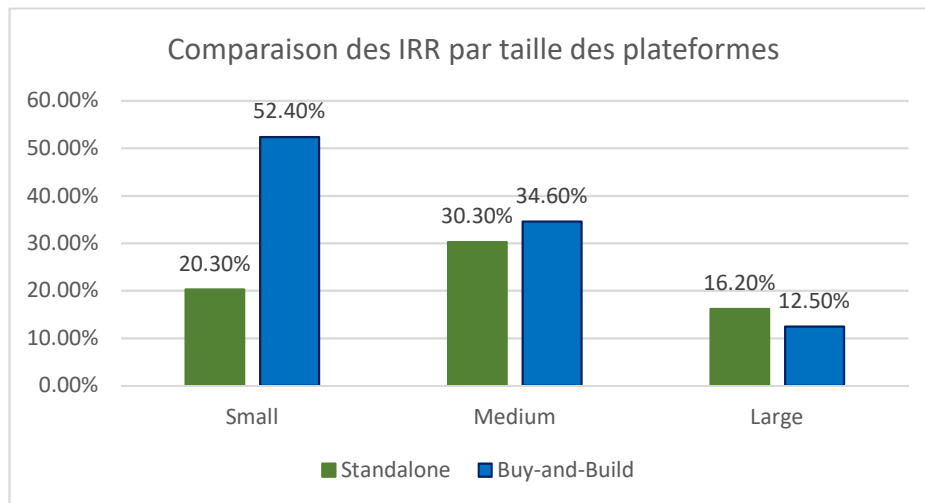
Il a été observé que les sociétés ayant bénéficié d'une stratégie cross-border dans l'acquisition de add-ons surperformaient les sociétés restées sur le marché régional. Une des raisons mentionnées est le coût élevé de ce type de transactions, ce qui les rend plus difficilement répliquables. Les investisseurs sont par conséquent prêts à payer un premium sur ce genre de sociétés.

Pour ce qui est des multiples réalisés, il apparaît que tant les add-ons simple que cross-border surperforment les deals de type standalone. Pour ce qui est des sales et EBITDA multiples, la surperformance moyenne est de respectivement 38 % et 37 % pour les add-ons simples et de 41 % et 44 % pour les cross-border. (Hammer & Hinrichs, 2016). En regardant l'IRR<sup>1</sup>, il apparaît que la moyenne pour les cross-border est de 38.2%, contre 27.3 % pour les simples et 23.1 % pour les standalone deals (Brigl, 2016)



### 3.1.2 Larger platform vs Smaller platform

Selon une étude, il apparaîtrait que plus la taille de la plateforme est importante, moins la performance moyenne (mesurée par l'IRR) est conséquente, malgré une activité M&A plus importante. Selon l'étude et comme présenté dans le graphique ci-après, les plateformes les plus performantes seraient les small platform (EV < \$70mio). Ces dernières ont un IRR moyen de 52.4 % contre 20.3 % pour les standalone tandis que les large platform (EV > \$290mio) sous-performent les standalone. (Brigl, 2016). Il existe plusieurs facteurs qui permettent de justifier la différence dans les performances en fonction de la taille de la plateforme (la complexité accrue de l'intégration en fonction de la taille, les besoins en capitaux, etc...).



### 3.1.3 Nombre de add-ons

D'après des recherches, il apparaîtrait que la performance mesurée par l'IRR diminue après la réalisation de plus de deux add-ons. En utilisant l'IRR afin de comparer les diverses structures, il ressort que les plateformes ayant réalisé un maximum de deux add-ons ont un IRR moyen de 35.5 % contre 19.9 % lorsqu'il y a plus de 2 add-ons contre 23.1 % pour les standalone deals. (Brigl, 2016)

### 3.1.4 Consolidation vs diversification

Il a été observé que les stratégies Buy-and-Build sont plus efficaces lorsque les add-ons sont réalisés dans le but de consolider la position de la plateforme sur le marché. A contrario, les stratégies de diversification tendraient à obtenir un rendement moyen inférieur. Toujours en comparant au travers de l'IRR, la stratégie de consolidation obtient un rendement interne moyen de 43.5 % contre 16.4 % pour la diversification et 23.1 % pour les standalone. (Brigl, 2016)

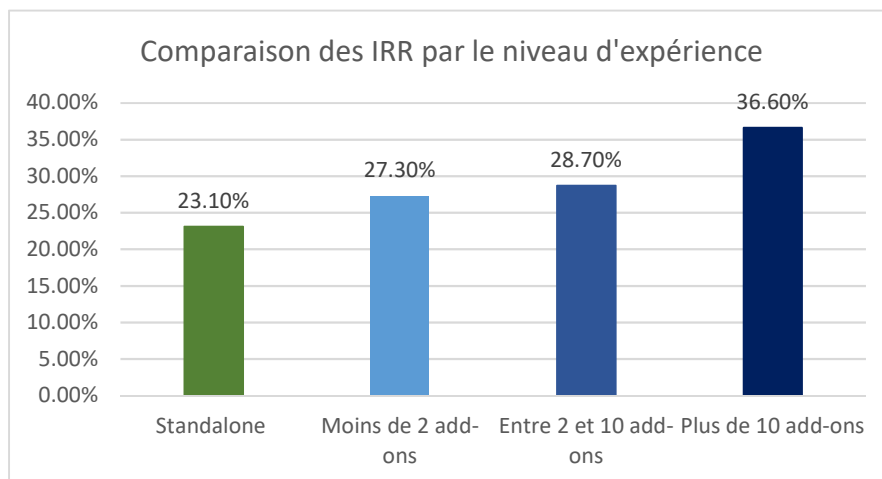
### 3.1.5 Primaries buyouts vs Secondaries

Il apparaît que les fonds primaires sont plus nombreux à réaliser des add-ons en comparaison avec les secondary buyouts. Cependant, ces dernières obtiendraient un taux de rendement interne moyen supérieur. Il ressort de l'étude réalisée par le Boston Consulting Group que l'IRR moyen des secondaries<sup>h</sup> est de 36.9 % contre 11.2% pour les secondaries standalone et 29.9 % pour les primaries<sup>h</sup>. (Brigl, 2016)

### 3.1.6 Expérience des gérants

La question posée sous ce point est : « les gérants ayant plus d'expériences avec les add-ons performant-ils mieux ? ». La réponse, d'après le Boston Consulting Group est oui et par une marge importante. Pour la comparaison, l'échantillon étudié par le BCG a

été scindé en trois, les gérants ayant réalisé plus de 10 add-ons, entre 2 et 10 et moins de 2. Leurs IRR moyens respectifs sont 36.6 %, 28.7 % et 27.3 % à comparer avec un IRR moyen de 23.1% pour les standalone deals. (Brigl, 2016) Les données observées révèlent que les gérants ayant entre 2 et 10 add-ons sous la ceinture n'ont pas un avantage significatif sur ceux en ayant moins que 2. A contrario, les gérants ayant déjà réalisé un nombre important de add-ons par le passé possèdent une expérience suffisante pour créer une surperformance significative.



### 3.1.7 Industry specifications

Dans ce point, les performances évaluées au travers de l'IRR de diverses caractéristiques du marché sont présentées. En premier lieu, les Buy-and-Build réalisées dans des marchés à faibles marges surperforment les marchés à hautes marges avec des IRR moyens respectivement de 46.1% et 18.3%. Secondement, les marchés très fragmentés surperforment les marchés concentrés (IRR 42.2 % vs 25.3 %). Pour terminer, les marchés à faible croissance (entre 0 % et 10.9 %) ont un rendement interne significativement supérieur aux marchés à croissance plus élevée (IRR 41.7 % vs 16.3 %). (Brigl, 2016)

La raison de ces surperformances liées aux spécificités du marché est logique. En effet, les fonds ayant une stratégie B&B tendent à prospecter dans des marchés avec peu voir aucune concentration, à faible croissance et à faible marge. L'une des raisons est que la moindre amélioration aura un impact plus important sur l'évaluation de la société. Par exemple, il est beaucoup plus simple de gagner en part de marché lorsque ce dernier est très fragmenté.

### 3.1.8 Low interest rate vs high interest rate

Il a été observé que le cycle économique avait un impact sur la performance du fonds. En effet, il apparaît que lorsque le marché du crédit est froid, les fonds Private Equity tendent



à mieux performer en comparaison avec un marché du crédit chaud. La raison derrière ce phénomène est que les banques ne prêtent que si les entreprises visées par les investissements sont suffisamment sûres. De ce fait, la qualité des acquisitions augmente et la performance moyenne est supérieure. Durant les périodes où l'obtention de crédit est simplifiée, les PE tendent à essayer d'investir un maximum pour profiter des taux bas, par conséquent la qualité des acquisitions baisse et la performance suit. (Kaplan & Stromberg, 2008). Le même phénomène est observé lorsqu'il y a des afflux massifs de capitaux en Private Equity. De par le fait que les fonds gagnent en taille, ils ont plus de dry power pour acquérir des sociétés ce qui pousse les multiples EV/EBITDA et EV/SALES à la hausse et réduit les performances des fonds. (Investcorp, 2018)

## **3.2 Informations préalables à l'analyse de la performance**

Sous ce point, la création de l'échantillon, les méthodes de comparaison utilisées ainsi que les observations attendues sont présentées.

### **3.2.1 Création de l'échantillon**

Afin de créer un échantillon suffisamment représentatif, les bases de données Preqin et Pitchbook ont été utilisées. Dans un premier temps, une liste de tous les fonds de type LBO avec un vintage allant de 1980 à 2014 aura été extraite de Preqin. La date limite de 2014 aura été sélectionnée afin d'avoir un début de performance jugé suffisant. En effet, il a été jugé que les fonds ayant un vintage supérieur à 2014 étaient trop récents pour avoir un PME ratio utilisable. L'extraction aura abouti sur une liste de 1732 fonds LBO. Dans un premier temps, il a été décidé de créer un échantillon comportant 15% de fonds. Ces derniers auront été sélectionnés avec plusieurs filtres. Le premier consiste en une fenêtre de 5 ans sur les vintages, par exemple, les fonds entre 1980 et 1984. Ensuite, un affinage a été fait sur la taille des fonds. Ces derniers ont été répartis en 3 catégories, le tiers des small funds (moins de USD 224 mio), les mid funds (entre USD 224 mio et USD 703mio) et les big funds (plus de USD 703mio). Ensuite, un filtre sur la taille des acquisitions aura été rajouté (small, mid, large, giga). Pour terminer, un filtre sur le quartile de performance auquel appartiennent les fonds a été mis en place. Une fois ces filtres appliqués, 15 % des fonds auront été sélectionnés en respectant la représentativité des régions sur lesquels ces derniers se focalisent (Amérique du Nord, Europe, Reste du Monde). Une préférence aura été établie pour les fonds n'ayant pas de focus secteur particulier (les diversifiés auront été sélectionnés), le but étant d'augmenter la comparabilité de la performance des fonds aux principaux indices publics. Une fois l'échantillon créé, il aura été testé afin de vérifier qu'il est effectivement représentatif, les modifications nécessaires auront été apportées.

Dans un second temps, les fonds extraits ont été testés dans Pitchbook afin de vérifier s'ils avaient une part de Buy-and-Build suffisante et uniquement ceux avec une part au moins égale à 25 % de la NAV auront été sélectionnés. Après cet affinage, 120 fonds jugés suffisants sont ressortis.

Dans un troisième temps, le KS-PME des fonds sélectionnés a été ressorti, tous ne présentaient pas une performance publiée. Par conséquent l'échantillon final 1 était constitué de 51 fonds présentant un PME ratio. Par une extrapolation mathématique, il a été estimé qu'il y avait environ 716 fonds Buy-and-Build dans la population totale. L'échantillon final 1 n'a pas été jugé suffisamment grand pour être considéré comme représentatif.

Une seconde sélection a été réalisée visant à extraire un deuxième échantillon de 150 fonds répondant aux mêmes critères. Suite à cette sélection, un second échantillon de 23 fonds présentant un KS-PME a été extrait à l'aide de Preqin.

L'échantillon total porte donc sur 74 fonds représentant ainsi 10 % (10.34 %) de la population estimée de Buy-and-Build. Ce pourcentage a été jugé suffisant pour constituer un échantillon représentatif.

Les échantillons finaux seront présentés plus en aval de ce travail.

Il est important de relever que ce procédé peut comporter d'important biais méthodologique en raison, notamment, de la méthode de sélection, du manque d'accès aux ressources et du manque de transparence sur les performances et les caractéristiques des entreprises sous-jacentes.

### **3.2.2 Méthode de comparaison**

Afin de pouvoir comparer les performances des fonds à stratégie Buy-and-Build aux ceux de type LBO et aux divers marchés action, le KS-PME aura été utilisé dans un premier temps. Ce ratio permet une comparaison facilitée et compréhensible. Le KS-PME aura été préféré aux autres PME comme le PME+ ou LN-PME pour les mêmes motifs.

La performance des fonds aura été comparée aux indices MSCI World afin d'offrir une approche permettant aux investisseurs cherchant une exposition globale, d'obtenir un aperçu de la performance attendue. Le Russell 3000 aura été choisi pour les fonds ayant une exposition nord-américaine. Il n'aura pas été possible de comparer la performance des fonds européens et émergeants aux indices MSCI Europe et MSCI Emerging en raison du nombre trop faible de fonds présents dans l'échantillon. De plus, il n'aura pas été possible de réaliser des comparaisons sur des indices plus similaire tel que le Russell

2000 ou sur un indice crée sur mesure en raison du manque de ressource à disposition. Le Russell 3000, quant à lui, aura été préféré au S&P500 et au DowJones puisqu'il englobe un plus grand nombre de sociétés incluant des SMID.

Les fonds américains ont été comparés à la fois au Russell 3000 et au MSCI World. Les fonds européens et emerging auront été comparés exclusivement à l'MSCI World.

Dans un second temps, les fonds B&B et LBO auront été comparés entre eux sur la base de l'IRR. Les Net IRR<sup>k</sup> et IRR net du bechmark<sup>k</sup> auront été utilisés dans le but d'offrir une plus large gamme de comparaison au lecteur. Des informations supplémentaires seront données dans la suite de ce travail concernant les échantillons et la comparaison. En raison de la similitude entre certaines analyses, des compléments sont fournis en annexe.

### **3.2.3 Observation attendue**

Aux vues des recherches déjà réalisées sur le marché des LBO, un certain nombre d'observations sont attendues. En effet, de nombreuses recherches ont déjà été réalisées afin de comparer la performance des fonds LBO à travers le temps en utilisant le PME index. La majorité des recherches publiées montre que les fonds LBO moyens et médians ont surperformé les marchés publics jusqu'en 2006 puis obtiennent une performance similaire.(Harris, Jenkinson, & Kaplan, 2015). Cependant, d'autres études utilisant des indices jugés plus appropriés montrent que la surperformance serait diminuée et tendrait vers 1x lorsque l'on utilise un indice plus représentatif (small&mid with industry focus).

Etant donné que la stratégie Buy-and-Build est utilisée dans le but de générer de la performance supplémentaire, il est attendu que la performance des fonds Buy-and-Build surperforme les marchés publics d'au moins autant que les fonds LBO traditionnels. De plus, une tendance similaire est attendue post 2006, soit un rapprochement du KS-PME index vers 1x.

## **3.3 Performance observée des fonds Buy-and-Build**

Sous ce point, de nombreuses analyses sont réalisées. Notamment la performance comparée aux marchés des fonds Buy-and-Build au travers du KS-PME, la performance comparée au LBO au travers du KS-PME et des IRR. Pour finir, une comparaison entre les fonds Buy-and-Build via le KS-PME et l'IRR.

Pour rappel, ces données peuvent présenter des biais potentiellement importants. Les résultats obtenus et les conclusions déduites sont par conséquent purement informatifs et nécessitent d'être croisés avec des études supplémentaires.

### 3.3.1 Performance des fonds Buy-and-Build

Sous ce point la performance des fonds Buy-and-Build comparée aux indices publics est présenté. Un complément sur la composition de l'échantillon est également fourni.

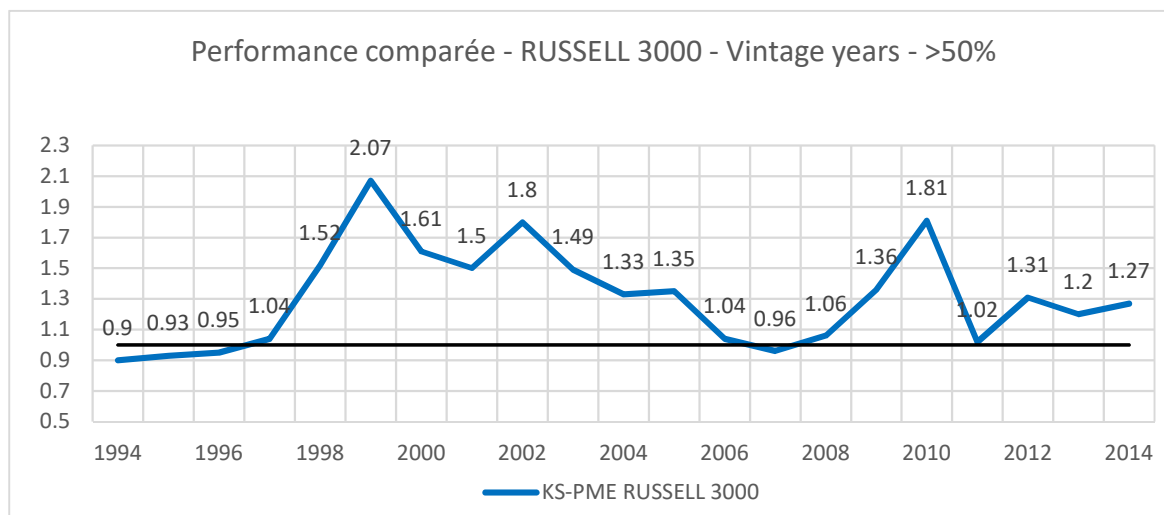
#### 3.3.1.1 Échantillon

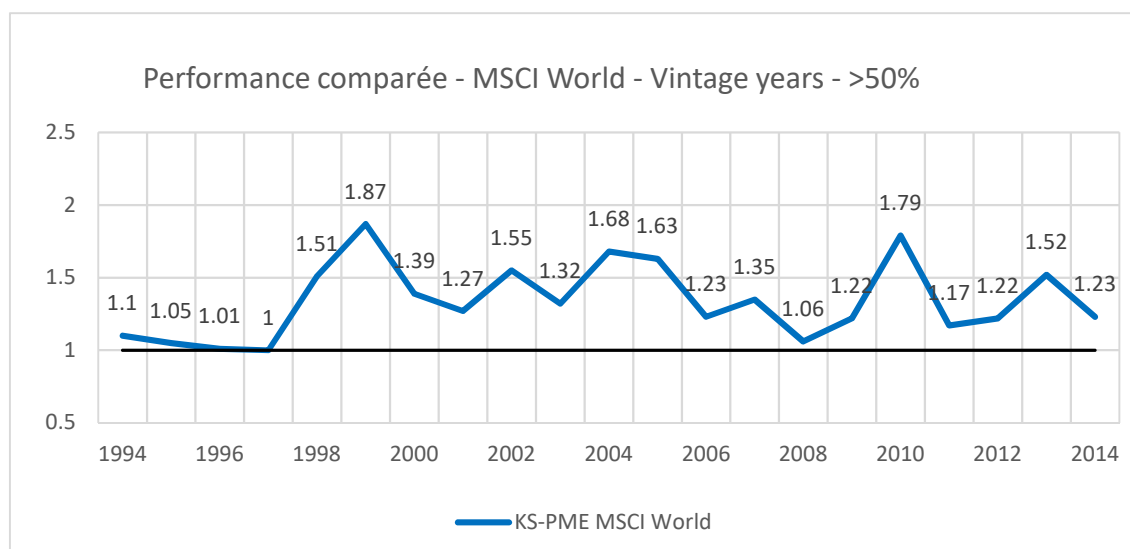
Dans un premier temps, l'observation de la performance des fonds présentant au moins 25% de B&B à ceux présentant au moins 50% de cette stratégie était voulue. Cependant, en raison de la trop grande similitude entre ces deux sous-échantillons, uniquement le sous-échantillon composé d'au moins 50% de B&B (abrégé B&B50% ci-après) a été considéré.

L'échantillon B&B50% est composé au total de 52 fonds et le sous-échantillon présentant un focus NAM présente 37 fonds.

#### 3.3.1.2 Performance Buy-and-Build

Sous ce point, la performance comparée aux indices Russell 3000 et MSCI World est présentée pour les fonds B&B50%. Etant donné que l'analyse de l'évolution de la performance comparée est similaire tant sur le Russell 3000 que sur le MSCI World, les deux comparaisons seront réalisées sous le même point. Les performances sont présentées dans les deux graphiques montré ci-après. Les points clés sont présentés dans le tableau ci-dessous. Un commentaire plus complet suit les tableaux.





| Observations principales |  |   |   |
|--------------------------|--|---|---|
|                          | Surperformance dans<br>au moins 80% des Vintages | Stabilisation de la performance<br>dès 2006 | Rapprochement de la performance<br>vers 1x dès 2006 |
| Russell 3000             | X  | X   | X   |
| MSCI World               | X  | X   | X   |

Comme on le constate dans les tableaux ci-dessus, l'on remarque que les fonds B&B50% surperforment les marchés actions pour la grande majorité des vintages. En effet, l'on constate que les fonds présentent une performance supérieure que le Russell 3000 dans 80.95% des vintages analysés et de manière significative (soit au moins 10%) dans 61.90% des cas. Concernant le MSCI World, la surperformance est présente pour 95.24% des vintages et dans 80.95% des cas de manière significative. On constate également une stabilisation des écarts de performance entre vintage dès 2006 (hormis 2010 présentant un pic important). En effet, la volatilité sur la performance des vintages de la période allant de 2006 à 2014 est de 26.08% sur le Russell 3000 et de 22% sur le MSCI World. En comparaison l'écart moyen sur la performance des vintages de la période complète est de respectivement 32.75% et 25.72%. Avant 2006 les volatilités étaient respectivement de 36.78% et 28.92%. Cette observation confirme que le vintage joue un rôle légèrement moins important à partir de 2006 dans la réalisation d'une surperformance. De plus, l'on remarque que dès 2006, exception faite pour les vintages de 2010 et 2013, la performance se rapproche de 1x le KS-PME. En effet, la moyenne sur la période est de 1.23x le Russell 3000 et 1.31x le MSCI World. Pour comparaison, sur la période entière, les moyennes sont de 1.31x et 1.34x et sur la période précédant 2006, les moyennes sont de 1.37x sur les deux indices. On observe également une baisse des KS-PME à partir du vintage 2000. Ce phénomène est plus clairement visible sur le graphique du Russell 3000 mais est également présent pour le MSCI World.

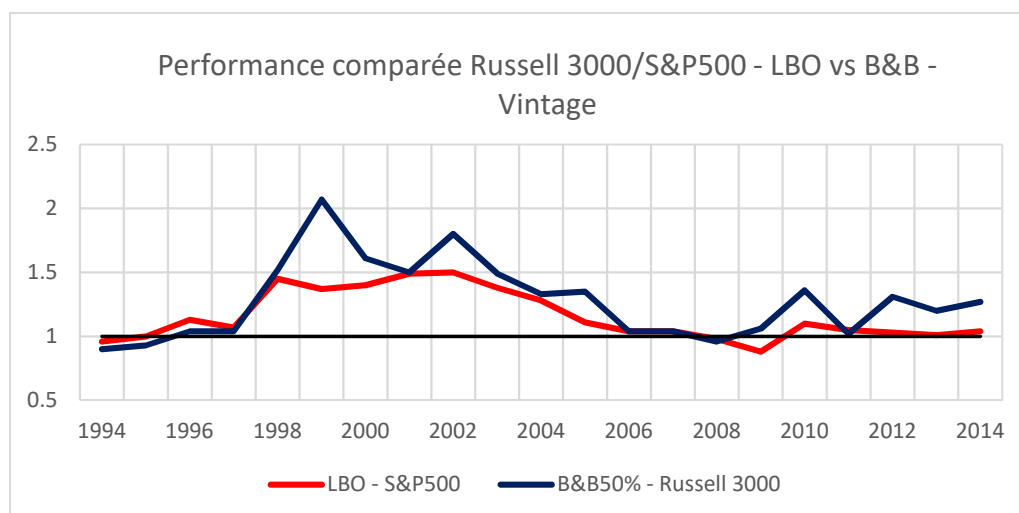
On peut également constater que la surperformance est importante autour des périodes de crises. En effet, les vintages 1999, 2000 et 2010 présentent des surperformances largement significatives. Pour les deux premiers vintages, la crise de 2001 aura permis aux fonds d'investir durant la crise et, ainsi, de bénéficier de discount important sur le prix des acquisitions et d'une hausse importante lors de la normalisation du marché. Pour le vintage 2010, le crash de 2008 et l'univers de taux bas aura permis le même phénomène.

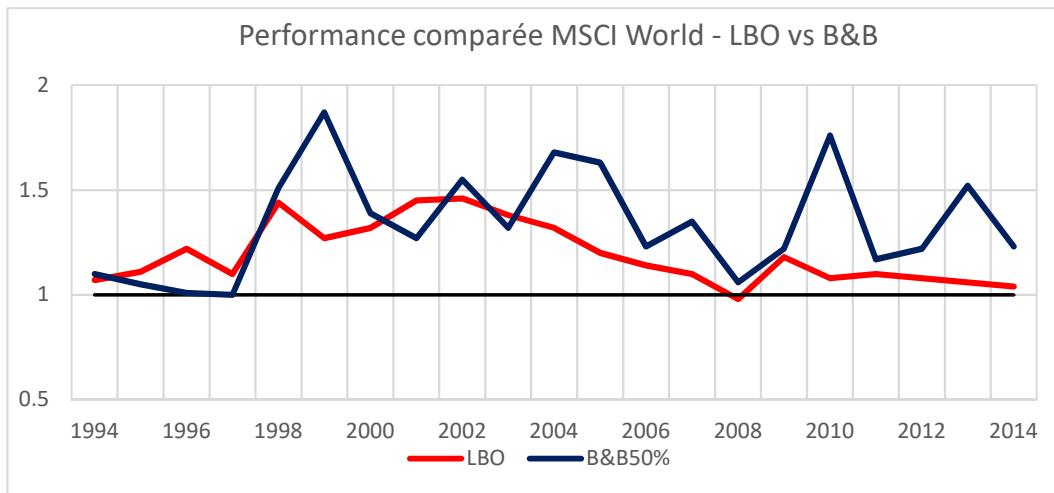
### 3.3.2 Performance comparée aux fonds LBO

Sous ce point, la performance des fonds B&B50% est comparée à la performance des fonds LBO au travers du KS-PME dans un premier temps et via les IRR dans un second temps. Pour cette partie, des compléments d'informations sont présentés en annexe afin de simplifier la lecture.

#### 3.3.2.1 En utilisant le KS-PME

En raison du temps et des ressources à disposition, il n'a pas été possible de réaliser les KS-PME des fonds LBO de type stand-alone. De ce fait, les données relevées pour les LBO sont tirées de la présentation faite par Tim Jenkinson lors du 2nd Annual Private Market research de juillet 2018. Il est important de relever que la performance des fonds B&B est comparée au Russell 3000 et celle des LBO est comparée au S&P500. D'après plusieurs observations, les KS-PME réalisés sur le S&P500 tendent à être légèrement plus élevées que lorsque le Russell 3000 est utilisé. De plus, dans la présentation de Tim Jenkinson, la performance médiane est choisie alors que la performance moyenne est utilisée pour les fonds B&B50%. Par conséquent, il est possible que les résultats observés soient légèrement surévalués en comparaison aux fonds B&B. De plus, il est possible que l'échantillon LBO comporte une part significative de fonds B&B puisque la méthode de construction de l'échantillon n'est pas connue. Comme pour le point précédent, les performances ainsi que les points clés sont présentés dans les tableaux ci-dessous.





| Observations principales LBO |  |                                      |
|------------------------------|--|--------------------------------------|
|                              | Surperformance dans la majorité des vintages | Surperformance systématique dès 2004 |
| Russel 3000                  | X  |                                      |
| MSCI World                   | X  | X                                    |

L'on remarque dans les graphiques présentés ci-dessus que la performance des fonds B&B50% est supérieure dans la majorité des Vintages. Bien que cette observation soit moins flagrante sur les Russell 3000 le résultat est similaire. En effet, les KS-PME moyens sur la période complète est de 1.31x le Russell 3000 pour les fonds B&B50% contre 1.16x le S&P 500 pour les LBO. Pour ce qui est du MSCI World les fonds B&B50% obtiennent un KS-PME moyen de 1.34x et les LBO 1.20x. On constate également que les B&B50% surperforment les LBO dans deux tiers des cas lorsque comparés au Russell 3000 / S&P500. De plus l'on observe que 47.62% des vintages présentent une surperformance significative (soit au moins 10%). Lorsque les fonds sont comparés au MSCI World, les B&B50% présentent une performance supérieure dans 76.19% des vintages et de façon significative sur 38.10% des cas. Une observation supplémentaire peut être faite pour le MSCI World. En effet, l'on constate qu'à partir des vintages 2004, les fonds B&B50% surperforment de manière systématique les LBO. Cette observation n'est pas valable lorsque l'on compare au Russell 3000/ S&P 500.

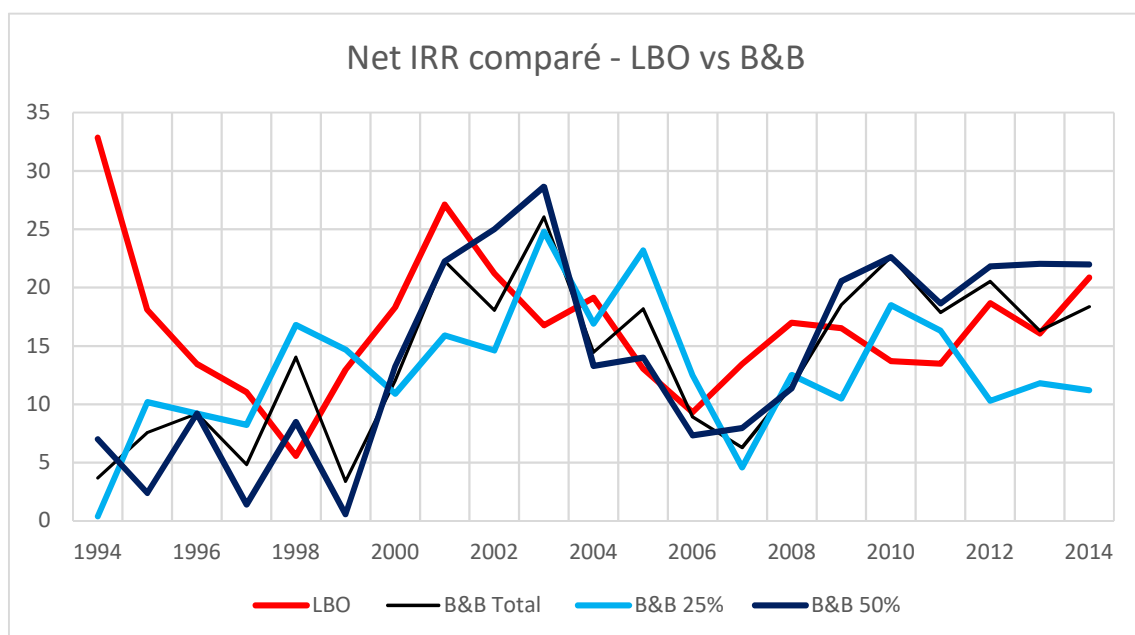
On peut également mentionner que les fonds LBO présentent une volatilité moins importante de la performance entre vintage. En effet, cette dernière est de 19.62% sur le S&P500 et 14.75% sur le MSCI World contre 32.75% sur le Russell 3000 et 25.72% sur le MSCI World pour les fonds B&B50%. De ce fait, le vintage a une importance moindre sur la performance finale pour les LBO.

### 3.3.2.2 En utilisant le net IRR

Sous ce point, deux IRR sont utilisés afin de présenter deux visions différentes des performances des fonds Buy-and-Build. Dans cette partie, seule l'analyse du net IRR est

présentée. Un complément d'information est donné au travers de l'IRR net du benchmark afin d'offrir une autre vision. Cependant, étant donné que l'analyse est très similaire, ces derniers sont présentés dans l'annexe 1 pour l'IRR net du benchmark.

Afin de pouvoir extraire les Internal Rate of Return (IRR) moyens par vintage, l'entièreté des fonds de type Buy-and-Build tels que précédemment définis auront été utilisés sous réserve qu'ils présentent un IRR affiché dans la base de données Prequin. L'échantillon de fonds Buy-and-Build a ensuite été scindé en deux, les fonds présentant au moins 25% de Buy-and-Build mais moins de 50% (abrégé ci-après B&B25%) et ceux présentant au moins 50% de Buy-and-Build (abrégé ci-après B&B50%). L'échantillon B&B25% est composé de 51 fonds et l'échantillon B&B50% en comporte 85. L'échantillon complet des Buy-and-Build (abrégé ci-dessous B&B Total) est composé de 136 fonds. Le but de cette séparation est de pouvoir comparer l'apport de performances de la stratégie Buy-and-Build en fonction de la part en portefeuille. L'échantillon B&B Total a pour but de donner un aperçu moyen de la performance des fonds B&B.



Comme on l'observe sur le graphique présenté ci-dessus, les fonds LBO et Buy-and-Build présentent des Net IRR moyens très similaires. En effet, sur la période observée, les fonds LBO présentent un IRR moyen de 16.60% pour une volatilité de 5.91% contre respectivement 14.04% et 6.66% pour l'échantillon B&B Total, 14.28% et 8.35% pour les fonds B&B50% et 13.05% et 5.59% pour la B&B25%. Par conséquent, on remarque que les LBO surperforment légèrement en moyenne les B&B au travers de l'IRR. Lorsque l'on observe le nombre d'années pour lesquelles les fonds B&B ont obtenu un meilleur retour sur investissements que les LBO, on remarque que l'échantillon surperforme dans 47.62% des vintages et de manière significative, soit d'au moins 10% dans 38.10% des



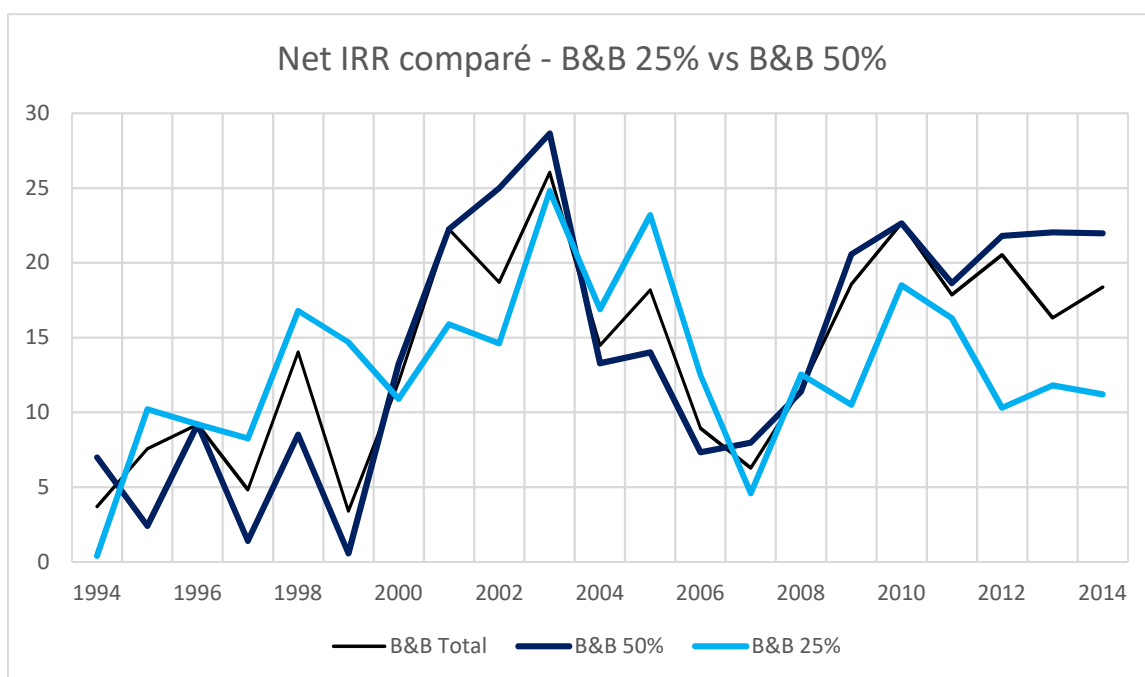
cas. Pour l'échantillon B&B25%, la performance supérieure apparaît dans 33.33% des vintages avec une part significative dans l'ensemble des cas relevés. Ces observations se traduisent par une surperformance de l'échantillon B&B Total dans 52.38% des vintages et d'au moins 10% dans 38.10% des cas.

La surperformance mesurée par l'IRR des fonds LBO est plus importante sur la période allant de 1994 à 2007. En effet, cette dernière obtient une moyenne de 16.59% avec un écart-type de 7.12% contre respectivement 12.02% et 7.08% pour les fonds B&B Total, 11.49% et 8.65% pour les B&B50% et 13.06% et 6.60 pour l'échantillon B&B25%. De plus, on observe que l'échantillon B&B50% ne présente une meilleure performance que dans 28.57% des cas avec seulement 21.43% des vintages présentant une surperformance significative. Le même constat est à faire pour les fonds B&B Total. Du côté des B&B25%, la meilleure performance est présente pour 35.71% des vintages dont l'entièreté est supérieure à 10%.

Cependant, cette tendance s'inverse à partir des vintages 2008. Il apparaît que les fonds B&B50% et B&B Total surperforment de manière presque systématique les LBO. En effet, il apparaît que dans 85.71% des cas, les B&B50% font mieux et dans 71.43% cette performance est significative. Pour les fonds B&B total, le meilleur rendement apparaît pour 71.43% des vintages et dans 42.86% ce dernier est significatif. Pour ce qui est des fonds B&B25%, ces derniers ont obtenu une meilleure performance lors de la période 1994 à 2007 vis-à-vis de 2008 à 2014 en termes de pourcentage de surperformance. Ces derniers affichent un rendement supérieur uniquement dans 28.57% des vintages dont l'entièreté est significative. De plus, sur cette période, la moyenne des fonds B&B50% remonte à 19.86% avec un écart-type de 3.97%, les B&B Total présentent un IRR moyen de 17.97% avec une volatilité de 3.48% et les fonds B&B25% respectivement 13.02% et 3.15%. Les fonds LBO affichent un IRR net moyen de 16.61% et un écart-type de 2.61%.

### 3.3.3 Performances comparées entre les fonds B&B50% et B&B25%

Dans cette partie, les performances des fonds B&B50% et B&B25% sont comparées exclusivement au travers de l'IRR. La composition des échantillons est la même que celle précédemment mentionnée au point 3.3.2.2. La comparaison au travers du KS-PME n'est pas pertinente en raison d'une trop grande similitude entre les échantillons, comme précédemment mentionné. Comme pour le point 3.3.2.2 seul le Net IRR sera traité sous cette partie, l'IRR net du benchmark et son analyse sont présentés dans l'annexe 2 pour les mêmes motifs.



Comme on peut le constater sur le graphique ci-dessus, les performances des fonds B&B25% et B&B50% diffèrent de manière plus ou moins importante sur l'ensemble des vintages observés. Bien que les moyennes de la période soient respectivement de 13.05% et 14.28% pour des écart-types de 5.59% et 8.35%, on remarque que les fonds B&B50% surperforment dans 57.14% des cas et de manière significative, soit au moins 10%, dans la même proportion. Les fonds B&B25% ne présentent une meilleure performance que dans 33.33% des vintages. On remarque également un retour sur investissement supérieur quasiment systématique des fonds B&B50% à partir de 2007. En effet, on remarque que l'IRR net moyen sur la période allant de 2007 à 2014 est de 18.37% avec une volatilité de 5.58% pour l'échantillon B&B50% contre respectivement 11.97% et 4.17% pour les fonds B&B25%. De plus, pour cette période, les B&B50% surperforment 87.50% du temps de manière significative (au moins 10%). Cependant, sur les vintages précédents, soit de 1994 à 2006, la situation est moins évidente. En effet, on observera une moyenne de 11.75% pour une volatilité de 8.94% sur les fonds B&B50% et respectivement 13.72% et 6.38% pour l'échantillon B&B25%. Pour cette période, ce

sont les fonds B&B25% qui surperforment dans 53.85% des vintages dont l'ensemble est significatif.

### **3.4 Conclusion sur les performances**

Sous ce point, les diverses conclusions tirées de l'analyse des performances sont présentées. Une comparaison avec les observations attendues est également faite et quelques compléments d'informations non-observables sont présentés. Cette partie offre également un résumé général des points principaux relevés durant l'analyse de la performance au chapitre précédent.

#### **3.4.1 Analyse de la performance**

De manière générale, l'on remarque que les fonds Buy-and-Build tendent à surperforment les marchés actions de façon quasiment systématique. Cette observation est valable à la fois lorsque la performance est comparée au MSCI World et au Russell 3000. On remarque également, à travers l'ensemble des analyses que la performance moyenne se stabilise dans le temps et généralement à partir de 2000 - 2001 avec des hausses de volatilités autour des périodes de crise. Comme mentionné, à travers l'ensemble de l'échantillon, la performance semble se rapprocher de 1x le marché entre 2006 et 2014. Cette observation est, pour l'instant, due au fait que les fonds ayant un vintage compris entre 2010 et 2014 n'ont pas tous été réalisés dans leur intégralité. Par conséquent, les PME moyens sur ces vintages sont amenées à évoluer dans les années à venir et la tendance pourrait changer. Il apparaît également que les fonds ayant un vintage proche d'une période de crise semblent surperforment de manière plus importante. On peut par conséquent conclure que les fonds Buy-and-Build sont un bon moyen d'obtenir un meilleur rendement que le marché action sous réserve de sélectionner un fonds ayant une top tier ou second tier performance. Il est également important de considérer que la différence de rendement entre les fonds d'un même vintage est importante. De plus, la différence de retour sur investissement entre les vintages présente une volatilité importante bien qu'elle semble diminuer.

On constate également que les fonds Buy-and-Build tendent à surperforment les LBO sur la majorité des vintages lorsque comparés au travers du KS-PME. Principalement à partir de 2008 pour l'échantillon B&B Total et B&B50% lorsque le Net IRR est observé. A contrario, lorsque l'on considère le Net IRR, les fonds B&B25% tendent à sous-performent les LBO de manière générale. Cette observation est également valable pour les IRR net des benchmarks (cf annexe 1). On peut donc considérer que la stratégie Buy-and-Build apporte effectivement de la performance supplémentaire aux fonds Private Equity. De plus, l'augmentation de la proportion de cette surperformance tend à confirmer que

l'expérience des GP constitue un facteur influant dans la création de ce rendement supplémentaire puisque cette dernière est plus importante et régulière avec l'avancée des vintages. On observe également que les vintages dans les environs d'une crise financière présentent des surperformances pour les fonds LBO. Il est possible d'en déduire, sous réserve d'études complémentaires, que les LBO sont des véhicules permettant de mieux profiter des reprises économiques. En conclusion, les fonds B&B surperforment généralement les LBO, mais présentent un niveau de risque plus important en raison de la plus grande complexité des stratégies.

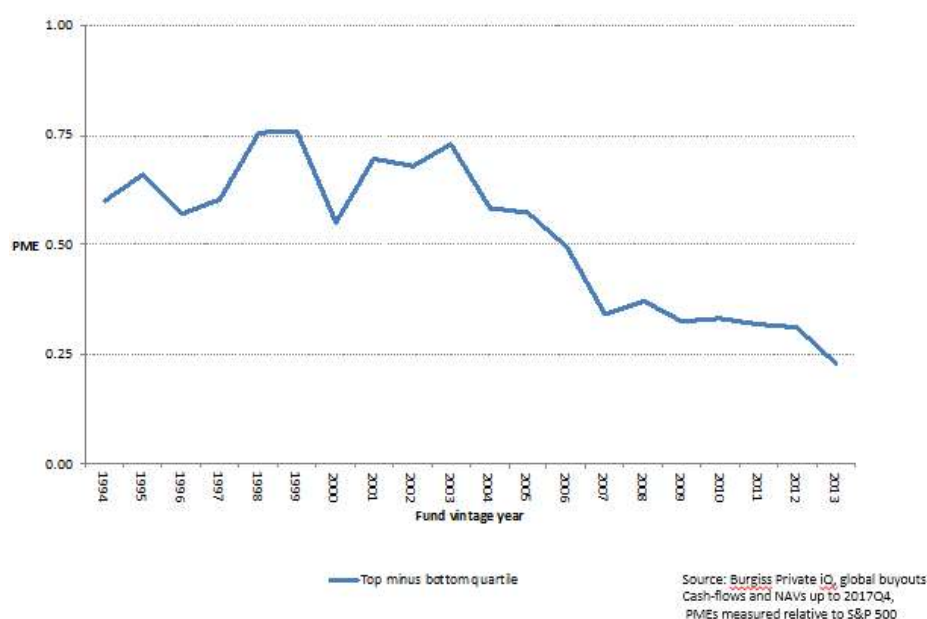
Lorsque l'on compare les fonds B&B50% avec les B&B25% l'on constate que les premiers tendent à surperformer les seconds sur l'ensemble de la période étudiée lorsque l'on observe le Net IRR et l'IRR net du benchmark (cf annexe 2). Lorsque la fenêtre est réduite à 2007 – 2014, le meilleur rendement de l'échantillon B&B50% est systématique. Sur la période précédente, la performance est à l'avantage des fonds B&B25. Suite à ces observations, l'on peut conclure que la stratégie Buy-and-Build constitue une bonne source de rendements supplémentaires puisque les fonds en présentant une part plus importante tendent à mieux performer en comparaison avec les B&B25% (tels que constitués dans le cadre de la comparaison par l'IRR) et les LBO.

### **3.4.2 Retour sur les observations attendues**

Comme mentionné au point précédent, les observations attendues sont belle et bien présentes. En effet, on observe une tendance baissière des KS-PME à partir des vintages 2000-2001 avec une stabilisation des écarts entre vintage dès 2006. Cependant, Le KS-PME des fonds B&B reste à une moyenne d'environ 1.20x le Russell 3000 et 1.30x le MSCI World sur la période 2006 – 2014 contre environ 1.01x le S&P500 et 1.08x le MSCI World pour les fonds LBO. Comme attendu, l'on observe également un meilleur rendement moyen des fonds B&B par rapport aux LBO confirmant le bien-fondé de cette stratégie dans l'apport de performances supplémentaires. De plus, comme déjà mentionné, plus la part de Buy-and-Build est importante, plus la surperformance est intéressante.

### 3.4.3 Compléments d'informations

D'après la présentation de Tim Jenkinson durant le 2<sup>nd</sup> Annual Private Market research, la différence de performance entre les fonds top tier et bottom tier diminue comme on peut l'observer sur le graphique présenté ci-après. En effet, pour les fonds LBO, l'écart de KS-PME pour les vintages 1994 étaient d'environ 0.6x avec un pic en 1998 et 1999 avec un écart de 0.75x. En 2013, l'écart n'est plus que d'environ 0.25x. Concernant l'échantillon B&B, le nombre de fonds le constituant étant jugé trop faible, cette analyse n'a pas été réalisée. Cependant, il est concevable que les écarts de performances suivent la même tendance en raison de la démocratisation de cette stratégie et son ancienneté grandissante.



Tout au long de ce travail, la volatilité aura été réalisée entre les vintages afin de démontrer à la fois que le vintage sélectionné joue un rôle important dans la performance finale et afin de démontrer une certaine stabilisation de ces dernières dans le temps. Il est important de relever que la volatilité des performances intra vintage peut être importante mais tendrait à diminuer comme mentionné précédemment.

## 4. Les sources du risque

Sous ce chapitre, diverses sources de risques seront brièvement présentées. Cette liste est non exhaustive et découle à la fois de lectures et de quelques outils de performances préalablement mentionnés. Les risques traités à ce niveau sont ceux liés à la performance d'une société tenue par le fonds et ne sont présentés que brièvement. Les risques liés au Limited Partner seront traités dans le chapitre 5.

## **4.1 La dette ou levier**

Sous ce point, nous traiterons de deux risques liés à l'utilisation de la dette. Dans un premier temps, ceux relatifs aux niveaux de la dette seront traités. Dans un second temps, les risques liés aux taux d'intérêt en vigueur sur les marchés.

### **4.1.1 Le niveau de la dette**

Comme mentionné dans le deuxième chapitre, les Private Equity utilisent un niveau de dette très important afin de financer leurs acquisitions. Comme pour tous secteurs d'activités, un niveau de dette trop important représente un risque principalement durant les périodes de crises ou de ralentissement économique. En effet, durant les deux crises financières, un nombre non-négligeable d'entreprises ont fait faillite, dont certaines parce qu'elles n'étaient plus en mesure de couvrir le loyer de la dette. Cependant, le risque de faillite au sein d'un fonds Private Equity est relativement faible.

### **4.1.2 Les taux d'intérêts**

Les taux d'intérêts ont une influence sur les performances des fonds. Un environnement à taux d'intérêts faible diminue les performances des fonds Private Equity. Comme mentionné, les taux bas rendent plus accessible la levée de capitaux et, par conséquent, la qualité des sociétés acquises peut se voir préteritée. De ce fait, un univers à taux d'intérêts plus élevé présente un moindre risque de mauvaises performances des investissements et finalement du fonds.

## **4.2 Les capitaux disponibles**

De plus en plus d'argent afflue dans les fonds Private Equity. Cette tendance a pour effet d'augmenter les multiples EV/EBITDA et EV/Sales payés lors de l'acquisition risquant ainsi de préteriter la performance finale des investissements et du fonds. Par un effet de market timing, si, par exemple, le marché des Private Equity présente un dry power important au moment des acquisitions et beaucoup moins lors de la réalisation de ces derniers, la performance des investissements en est affaiblie, voire potentiellement négative. Un second effet est l'expérience du gérant. Les GP ont un avantage à lever des fonds plus importants afin d'encaisser des managements fees plus élevés. Cependant, un General Partner<sup>f</sup> habitué à gérer des fonds de USD 500mio n'aura pas forcément l'expérience de gérer un fonds de USD 1mia et la performance pourrait, par conséquent être diminuée. Pour minimiser ce risque, certains fonds établissent un plafond maximum à la taille de ceux-ci afin de rester dans leur domaine d'expertise et minimiser au maximum le risque de diminution de performances liée à ce point.

## **4.3 L'expérience des gérants**

Sous ce point, deux facteurs de risque sont traités. Nous parlons notamment de celui lié à l'expérience des gérants ainsi que de leur capacité à choisir les bons manager pour diriger les sociétés sous gestion.

### **4.3.1 Les gérants en eux-mêmes**

Comme déjà mentionné sous le chapitre 3, l'expérience du gérant est un facteur clé dans la réalisation de la performance en stratégie Buy-and-Build. En effet, de par le fait que la B&B est très complexe, elle nécessite que le gérant ait une expérience préalable significative afin d'en tirer le meilleur rendement. De plus, la Buy-and-Build nécessite un degré élevé d'implication de la part des GP. Dans le cas où les gérants n'auraient pas la possibilité d'accorder suffisamment de temps à ces sociétés, la performance risque d'être touchée de manière significative. Comme déjà mentionné, les gérants moins expérimentés ou non-expérimentés présentent une performance moins importante que celles des seniors. De plus, comme remarqué durant l'analyse des performances, les vintages B&B plus anciens sous-performent les fonds LBO possiblement en raison du manque d'expérience des gérants à ce moment-là. Comme indiqué au chapitre 3, les gérants ayant réalisé jusqu'à 10 add-ons n'obtiennent un IRR moyen que d'environ 4% plus importants que les deals stand-alone selon le Boston Consulting Group. (Brigl, 2016) De ce fait, pour augmenter la probabilité de surperformance des gérants plus expérimentés sont nécessaires.

### **4.3.2 Sélection du management**

La sélection du conseil d'administration et éventuellement du management des sociétés sous gestion est un paramètre clé dans la réussite d'une stratégie Buy-and-Build. De par la grande complexité de cette dernière le management en place doit avoir un niveau de technicité supérieur et, par conséquent, de l'expérience en M&A afin d'être à même de réaliser au mieux les synergies et autres améliorations présentées au chapitre 2. Dans le cas où les GP ne seraient pas en mesure de sélectionner du premier coup le management de la société, la performance peut être préjudiciée de manière significative. Bien que les General Partners aient la possibilité de changer le management d'une société à tout moment, l'impact négatif peut avoir déjà eu lieu et être irrécupérable. De ce fait, l'investissement risque de sous-performer voire même d'avoir un résultat négatif. Ce risque est minimisé par le fait que les Private Equity possèdent un réseau très fourni de professionnels hautement qualifiés pouvant être appelés à prendre place au management d'une société du fonds.

### **4.3.3 Les risques opérationnels**

La stratégie Buy-and-Build ajoute un niveau de complexité supplémentaire à la LBO de type standalone. De ce fait, l'ensemble des risques opérationnels augmentent. On peut mentionner, par exemple, que lors de l'acquisition de add-ons, le risque d'intégration ratée ou plus coûteuse qu'initialement prévu existe et présente un risque de sous-performance supplémentaire non-présent dans le cadre des deals standalone. On peut également noter que le risque de ne pas réussir à sortir de l'investissement de manière efficiente est un facteur à considérer. Cependant, les fonds Private Equity bénéficient de nombreuses solutions de sortie, notamment au travers d'une IPO, d'un secondary buyout, de la vente à un acquéreur stratégique ou encore la possibilité de vendre le groupe par morceau. De ce fait, ce risque est minime dans la majorité des cas et est principalement présent en période de stress important sur les marchés financiers.

## **5. L'intérêt pour les Limited Partners**

Ce chapitre sert de conclusion à ce travail de recherche. Les avantages et risques pour les LP<sup>9</sup>, ainsi qu'une recommandation est présentée sous ce point.

### **5.1 Les risques pour les limited partners**

Ce point présente, de manière non-exhaustive, un ensemble de risques que les Limited Partners prennent lorsqu'ils investissent dans un véhicule Private Equity. Les risques présentés sont similaires à travers les diverses stratégies PE. De ce fait, les facteurs présentés s'appliquent aussi bien aux fonds LBO qu'à ceux présentant une part de Buy-and-Build.

#### **5.1.1 Risques opérationnels**

Ce risque correspond à la capacité du GP à générer de la performance de manière intelligente. Les risques opérationnels sont très importants en Private Equity en raison de la structure des fonds. En effet, le manque de transparence de ceux-ci oblige les LP à se reposer de manière importante sur les compétences du GP. Ce risque est augmenté par la structure des investissements Private Equity, en raison de la durée de ces derniers, soit en moyenne 10 ans. Il est difficile pour un LP de sortir du fonds dans le cas où la situation deviendrait mauvaise. De plus, le fait que les fonds ne sont pas marked-to-market, l'évolution de la valeur des entreprises est compliquée. Les contraintes légales et de structuration peuvent présenter des coûts supplémentaires pour les GP pouvant se répercuter sur les LP rendant ainsi le risque opérationnel plus élevé et plus difficile à apprécier. Dans le cadre d'une stratégie Buy-and-Build, les contraintes légales peuvent



être accrues en raison des processus d'acquisition de add-ons pouvant ainsi augmenter le poids de ce facteur.

Il est difficile pour les Limited Partners d'évaluer le risque opérationnel lié au GP pour une grande variété de raisons. Notamment, le fait que les fonds ne sont pas « en direct » pendant la durée de la levée des capitaux, ce qui ne permet pas d'évaluer la structure opérationnelle sauf si le GP a déjà géré un fonds à stratégie similaire par le passé. De plus, les échecs opérationnels tendent à être moins publiques que sur d'autres classes d'actifs de par le fait que les fonds ne sont pas sujets à la même volatilité que d'autres actifs puisqu'il ne sont pas marked-to-market.

Le risque opérationnel représente un danger de sous-performance pour le LP et est extrêmement compliqué à évaluer pour ce dernier. Afin de minimiser le risque, le Limited Partner doit s'assurer de réaliser un travail de due diligence importante sur les facteurs opérationnels avant d'investir. Le rapport présenté par MJ Hudson Allenbridge présente des informations supplémentaires et offre un overlook de points importants afin de constituer un bon framework. (Mj Hudson, 2018)

### **5.1.2 Les risques liés à l'illiquidité**

En raison de la structure des fonds, les Limited Partners ne peuvent pas retirer les capitaux investis à tout moment et sont souvent bloqués jusqu'à la maturité de ceux-ci. De ce fait, dans le cas où le LP aurait besoin de retirer ses capitaux, par exemple, pour un besoin en liquidité, ce dernier ne pourrait pas le réaliser ou avec un discount parfois conséquent. En effet, un marché secondaire des investissements en PE a émergé. Cependant, ce dernier est très faible comparé à la masse de capitaux investis en Private Equity rendant ainsi les transactions sur ce marché illiquide et très inefficace. Ce phénomène est encore plus présent sur les petites transactions. De plus, ces dernières, réalisées sur les marchés secondaires PE, peuvent se traiter avec des discounts très importants. De ce fait, le LP devant sortir du fonds peut se retrouver dans une situation délicate. D'après une recherche de la British Private Equity & Venture Capital Association, entre 2008 et 2014, les transactions sur le marché secondaire se sont effectuées avec un discount. En effet, ces dernières se sont faites à un prix entre 60% et 90% de la NAV. De plus, en raison de l'illiquidité de ce marché, le LP ne peut pas connaître à l'avance la durée nécessaire afin de sortir de son investissement. (Diller & Jäckel, 2015; Mj Hudson, 2018)

Comme déjà mentionné, cette illiquidité peut causer un risque opérationnel pour le LP si ce dernier a besoin de capitaux pour assurer la bonne continuité de ses affaires. Afin de minimiser ce risque, il est conseillé que le LP n'investisse pas une part trop importante de

ses capitaux disponibles en Private Equity et qu'il soit également investi en classe d'actif plus liquide afin de pouvoir retirer plus rapidement ses fonds en cas de nécessité.

### **5.1.3 Les risques de financement**

Les risques de financement sont également connus comme le risque que l'un des investisseurs fasse défaut, c'est-à-dire qu'il ne soit pas en mesure de fournir les capitaux demandés lors d'un capital call, tel que contractuellement demandé. Dans le cas où un Limited Partner venait à faire défaut, l'entièreté de ses capitaux investis pourraient être perdus. C'est pourquoi il est vital que les LP gèrent leurs cash-flows de manière à pouvoir rencontrer les capital calls. Cependant, il est très difficile d'évaluer les périodes durant lesquelles les fonds vont émettre leurs capital calls ce qui rend la modélisation des cash-flows très compliquées. Pour ce faire, il est conseillé de prendre en compte les scénarios les plus extrêmes. (Diller & Jäckel, 2015; Mj Hudson, 2018)

Les principales raisons de défauts des LP sont, premièrement une sur-participation aux fonds Private Equity. Les LP peuvent commettre cette erreur s'ils partent du postulat que les GP n'appelleront pas l'entièreté des fonds promis. Un second consiste en l'utilisation des cash-flows d'un fonds plus mature pour financer les capital calls des plus jeunes. Cette stratégie est risquée durant les périodes de stress important sur les marchés financiers. Comme présenté dans l'étude de la British Private Equity & Venture Capital Association, de nombreux défauts ont eu lieu durant la crise financière de 2008 pour cette raison. (Diller & Jäckel, 2015)

De plus, en raison de la structure fermée des fonds Private Equity, le défaut d'un LP impact l'ensemble des investisseurs. En effet, en ne parvenant pas à fournir les fonds appelés pour l'acquisition d'une société, l'opération risque d'être compromise. De ce fait, les frais engendrés risquent de se reporter sur les autres LP au travers de la diminution de la performance finale.

Afin de minimiser ce risque, les investisseurs peuvent, comme déjà indiqué préalablement, construire des modèles de cash-flows prenant en compte les cas les plus extrêmes. De plus, les LP ayant déjà une exposition importante à des actifs illiquides ou n'ayant pas une source de revenus stable dans le temps doivent être particulièrement attentifs et précautionneux.

### **5.1.4 Risques de marché**

En raison de la difficulté de comparer la performance des fonds Private Equity aux marchés actions, il est difficile d'évaluer le rendement avant la réalisation finale de ces derniers. En effet, étant donné que les fonds Private Equity ne communiquent la valeur

de ces derniers que tous les trimestres au mieux, la volatilité de ceux-ci est lissée dans le temps. De plus, la valeur des fonds ou NAV est fortement subjective et est, en quelque sorte, à la discrétion du GP. De ce fait, la différence entre la NAV et la valeur réalisée sur le fonds lors de la sortie complète peut varier de manière significative et, par conséquent, présenter un sharpe ratio largement moins avantageux que celui présenté durant la durée du fonds. De plus, la performance des fonds Private Equity reste fortement corrélée à la santé du marché financier global. Pourtant, comme déjà mentionné, le fait qu'il n'y pas la présence du marked-to-market ne permet pas d'avoir une idée de la volatilité réelle de la valeur de celui-ci avant la réalisation finale de ce dernier ce qui rend l'investissement plus risqué.

Il n'existe pas de méthode efficace pour calculer la volatilité réelle d'un fonds PE pour les LP. Cependant, ces derniers peuvent la minimiser en étant investis dans un ou plusieurs fonds ayant une exposition globale étant donné que ceux-ci restent sujets aux fluctuations des marchés actions, FX et à la santé générale de l'économie notamment. (Diller & Jäckel, 2015; Mj Hudson, 2018)

### **5.1.5 Risques de capital**

Les risques de capital se définissent comme étant le risque pour le Limited Partner de perdre son investissement. La perte peut venir d'un ensemble de facteurs. On peut citer par exemple, l'échec du GP à appliquer les bonnes mesures opérationnelles afin de booster la performance de la société sous gestion, la sélection d'une mauvaise société par le GP ou encore la vente de l'entreprise au mauvais moment. De plus, comme relevé par les études de Diller & Jäckel et Mj Hudson Allenbridge, les risques de capitaux sont très liés à ceux de marchés puisque, comme mentionné préalablement, le prix de sortie et donc la performance finale de l'investissement dépend grandement de l'état de santé du marché. (Diller & Jäckel, 2015; Mj Hudson, 2018)

Ces risques sont difficilement contrôlables et évaluables pour le Limited Partner, c'est pourquoi, la sélection d'un bon GP est primordiale afin d'augmenter les chances de succès d'un investissement ou de diminuer les divers risques.

## **5.2 Les avantages pour les Limited Partners**

Sous ce chapitre, les principaux avantages pour les LP sont traités. Nous parlons principalement de l'apport en performance et en diversification des risques.

### **5.2.1 La performance**

Comme démontré dans le chapitre 3, la stratégie Buy-and-Build tend à apporter de manière quasi systématique une performance supérieure ou équivalente en comparaison

aux principaux indices boursiers et aux fonds LBO. Bien que cette performance supplémentaire s'accompagne de risques tels que mentionné au chapitre 4 et 5.1, elle offre ainsi aux investisseurs la possibilité de générer un résultat intéressant. Comme relevé au chapitre 3, les fonds ayant une part importante de stratégie Buy-and-Build offrent une performance moyenne de 1.31x le Russell 3000 et 1.34x le MSCI World. Cependant, et comme pour tout fonds d'investissement alternatifs, la sélection du gérant est primordiale. En effet, d'après une étude, il apparaît que les fonds top tier surperforment largement les indices et que les fonds moyens et médians surperforment également. De ce fait, sélectionner un GP ayant un bon track record augmente l'espérance d'une performance nette de frais au moins similaire à celle du marché. (Harris et al., 2015) De plus, et comme précédemment mentionné, la volatilité dans la performance inter vintage et intra vintage sont importantes bien qu'ayant une tendance à la diminution pour la volatilité intra vintage. Il est à rappeler que les frais en Private Equity sont importants, par conséquent comparer la performance brute d'un fonds PE au marché n'est pas une méthode efficace afin d'en tirer des conclusions. De ce fait, la performance des fonds précédents présentés par un GP ne peut être comparée directement. Pour terminer, depuis quelques années, les Private Equity offrent aux investisseurs la possibilité de réaliser des co-investments. Cette solution permet aux LP de prendre pleinement la performance réalisée sur l'une ou plusieurs des sociétés sous gestions. Cependant, cette opportunité s'accompagne du risque de sélection. En effet, si le LP n'a pas une structure lui permettant d'évaluer convenablement l'entreprise proposée en co-investment, ce dernier peut sélectionner l'un des underperformer du fonds.

### **5.2.2 La diversification**

Bien que la performance des fonds Private Equity reste fortement corrélée aux marchés actions, cette tranche des alternatifs présente un panel de risque différent permettant ainsi d'en diversifier les sources de risques d'un portefeuille d'investissement. En effet, la stratégie Buy-and-Build et Private Equity dans son ensemble présente des risques spécifiques qui permettent à l'investisseur d'en diminuer la concentration des risques présents dans son portefeuille. De plus, en raison de la durée importante de l'investissement, le LP est, en partie, couvert du risque à court terme sur les marchés financiers sauf dans le cas où un crash devait survenir au moment de la réalisation des investissements.

## **5.3 Recommandations et conclusion**

Sous ce chapitre un ensemble de recommandations pour les potentiels futurs Limited Partners ainsi qu'une conclusion de ce travail sont présentés.

### 5.3.1 Recommandations

Comme présenté dans ce travail et d'après d'autres nombreuses recherches, les investissements en Private Equity présentent un intérêt en matière de performance et de diversification du risque d'un portefeuille. De plus, la stratégie Buy-and-Build apparaît effectivement comme présentant un apport supplémentaire important de performance. De ce fait, nous recommandons aux investisseurs en ayant la capacité, d'allouer une partie de leurs capitaux à cette stratégie. Pour continuer, plus la part de Buy-and-Build est importante, plus le fonds devrait présenter une performance supplémentaire. Les GP gagnant de plus en plus d'expérience dans ce domaine, les rendements moyennes futures devraient en être améliorée. De ce fait, nous recommandons aux investisseurs de placer leurs capitaux dans des fonds présentant une part prévue importante de B&B.

Pour être plus précis, les investisseurs ayant des flux financiers stables et importants ainsi que la capacité de bloquer des fonds sur une longue durée sont encouragés à investir dans cette stratégie. Cependant, la part investie en Private Equity ne doit pas être trop conséquente et doit tenir compte des besoins en capitaux futurs de l'investisseur. Il est également conseillé, afin de diminuer le risque de sous-performance d'investir dans un nombre significatif de fonds Private Equity. En effet, et comme pour tout type d'investissement, la diversification diminue ce risque. Cependant, investir dans un fonds représente déjà un capital important et des frais conséquents, de ce fait, la diversification n'est pas à la portée de tous puisque l'investissement dans plusieurs fonds est requis. C'est pourquoi l'investissement direct en Private Equity devrait être réservé aux entreprises ou individus ayant des ressources financières importantes et stables, notamment les fonds de pension, assurances, etc... Un bon moyen d'obtenir de la diversification à moindre coût est d'investir au travers de fonds de fonds Private Equity ce qui nécessite, de ce fait, un besoin en capitaux moindre. Cependant, un investissement en fonds de fonds présente une double structure de management fees diminuant ainsi d'avantage la performance finale de l'investissement.

Nous recommandons également aux potentiels investisseurs de privilégier les périodes ayant un afflux de fonds moins important dans les stratégies Private Equity. Comme brièvement traité préalablement, il apparaît que les fonds performant moins bien lorsque trop de capitaux sont disponibles. Il est également conseillé d'investir dans des fonds ayant une limite maximale concernant les capitaux appelés et dont la taille souhaitée garde la même proportion que les fonds antérieurs afin de s'assurer que le gérant ait l'expérience nécessaire. Toujours sur ce thème, il est également important de s'assurer que le GP est au bénéfice d'une expérience significative en Buy-and-Build, en d'autres mots, qu'il ait eu à suivre plus de dix add-ons.

Il n'est pas recommandé, dans la mesure du possible, de faire appel au marché secondaire pour sortir avant son terme d'un investissement en Private Equity. En effet, comme traité au point 5.1, une sortie via ce marché se ferait à un discount potentiellement important et peut prendre un temps considérable en raison de l'illiquidité de ce dernier. Il n'est également pas recommandé d'utiliser les cash-flows d'un fonds plus sénior afin de financer les capital calls d'un fonds plus récent. En effet, en plus d'augmenter le risque d'être en défaut en cas de stress, la temporalité des versements d'un premier fonds peut être diamétralement différente de la temporalité des capital calls d'un second. Nous recommandons, par conséquent, l'utilisation de capitaux directement disponibles afin de financer la participation à un fonds PE.

Bien que non traité dans cette recherche, l'utilisation de l'opportunité de co-investment n'est recommandée qu'aux LP ayant les ressources permettant d'évaluer les entreprises convenablement. En effet, si ces ressources ne sont pas accessibles, le risque de sélection adverse et, par conséquent, de sous-performance est important. De plus, l'investisseur n'est pas à l'abri que le GP n'offre la possibilité de co-investment que sur les entreprises les moins intéressantes.

### **5.3.2 Conclusion**

En conclusion, nous avons pu démontrer que la stratégie Buy-and-Build dégagait effectivement une performance supplémentaire pour les Limited Partners. Surperformance visible à la fois contre les marchés action et les fonds LBO dans leur généralité. Nous avons également démontré que ce gain en performance s'accompagnait de risques opérationnels supplémentaires, notamment en raison de technicité plus importante de cette stratégie. Il ne semble pas exister de risques supplémentaires pour le LP en dehors ceux liés à la performance. C'est après toute cette analyse que nous avons recommandé l'investissement dans des fonds suivant la stratégie Buy-and-Build aux Limited Partners.

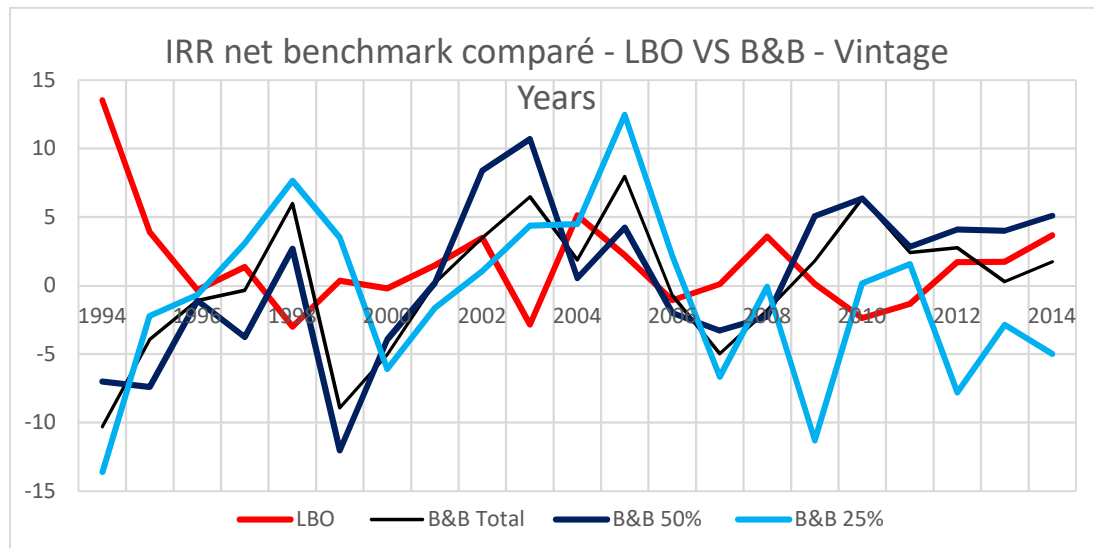
Il aurait été intéressant de réaliser une analyse plus approfondie et sur un échantillon plus important afin d'avoir un aperçu plus complet de l'apport en performance de la stratégie Buy-and-Build. Malheureusement le manque de sources d'informations n'a pas permis de le faire. D'autres études futures viendront probablement compléter ce document.

## Bibliographie

- Borell, M., & Heger, D. (2013). Sources of Value Creation Through Private Equity-Backed Mergers and Acquisitions: The Case of Buy-and-Build Strategies. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2356191>
- Brigl, M. (2016, février). How Private Equity Firms Fuel Next-Level Value Creation. Consulté 13 mars 2019, à l'adresse <https://www.bcg.com> website: <https://www.bcg.com/publications/2016/private-equity-power-of-buy-build.aspx>
- Devos, E., Kadapakkam, P.-R., & Krishnamurthy, S. (2009). How Do Mergers Create Value? A Comparison of Taxes, Market Power, and Efficiency Improvements as Explanations for Synergies. *Review of Financial Studies*, 22(3), 1179-1211. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn019>
- Diller, D. C., & Jäckel, D. C. (2015). *BVCA Research Paper – October 2015*. 44.
- Hammer, B., & Hinrichs, H. (2016). Buy and Build Strategies in Private Equity: Boost or Transformation? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2832444>
- Harris, R. S., Jenkinson, T., & Kaplan, S. N. (2015). How Do Private Equity Investments Perform Compared to Public Equity? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2597259>
- Investcorp. (2018, janvier). Investcorp white paper identifies increasing buy-and-build activity amongst large buyout firms | Investcorp. Consulté 13 mars 2019, à l'adresse <https://www.investcorp.com/news-and-media/article/investcorp-white-paper-identifies-increasing-buy-and-build-activity-amongst>
- Kaplan, S. N., & Stromberg, P. (2008). *Leveraged Buyouts and Private Equity*. 37.
- Mj Hudson. (2018, octobre). Key Risks in Private Equity Investing (From an LP's Perspective). Consulté 28 avril 2019, à l'adresse MJ Hudson website: <https://www.mjhudson.com/download/key-risks-in-pe-investing/>
- Thomas Wetzler. (2017). *Papers on Value Creation in Private Equity*. 203.

## Annexe 1 : Compléments analyse LBO – IRR

Performance comparée aux fonds LBO – IRR net du benchmark



Comme visible sur le graphique présenté ci-dessus, lorsque l'IRR est net de celui du benchmark, le même phénomène est observé. Les fonds LBO obtiennent un IRR de 1.49% avec une volatilité affichée de 3.59% contre respectivement 0.20% et 4.86% pour les B&B Total, 0.55% et 5.64% pour les B&B50% et pour les B&B25%, -0.82% et 6.18%. De même, les fonds B&B Total et 50% ne surperforment respectivement que dans 38.10% et 47.62% des vintages contre 38.10% pour les fonds B&B25%. Les vintages présentant des retours supérieurs significatifs représentent respectivement 38.10%, 47.62% et 38.10% de la période.

La même tendance est observée entre 1994 et 2007 avec une moyenne de -0.98% pour un écart-type de 6.15% pour les B&B50% et respectivement -0.66% et 5.78% pour les B&B Total, 0.57% et 6.51% pour les B&B25% contre 1.73% et 4.14% pour les LBO. De plus les fonds B&B ne surperforment que dans 28.57% des vintages pour les B&B50% et Total et 42.86% pour les B&B25%. Les vintages présentant un rendement supérieur d'au moins 10% sont respectivement de 28.57% et 42.86%.

L'inversion présente sur les Net IRR dès 2008 se retrouve également sur la comparaison au travers des IRR net du benchmark. En effet, on observe que les fonds B&B50% présentent un IRR moyen de 3.60% pour une volatilité de 2.82%, 1.94% et 2.49% pour les B&B Total, -3.59% et 4.71% pour les B&B25% contre 1.01 et 2.33% pour les LBO. On remarque également que les fonds B&B50% et B&B Total battent les LBO dans, respectivement 85.71% et 57.14% des vintages concernés. Une surperformance

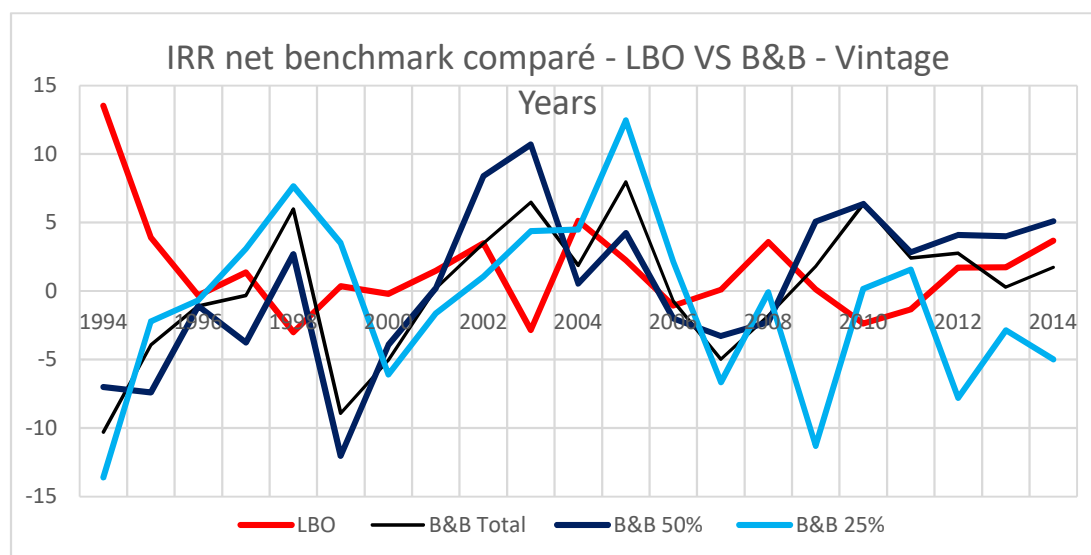


significative est visible pour l'ensemble des vintages présentant un rendement supérieur. Concernant les fonds B&B25%, comme précédemment, le résultat est en baisse puisqu'ils ne présentent un retour sur investissement plus important que dans 28.57% des vintages dont tous d'au moins 10%.

Il est également possible de constater que les fonds LBO surperforment leur benchmark dans 66.67% des vintages sur la période allant de 1994 à 2014, dans 64.29% des cas sur la fenêtre 1994 – 2007 et dans 71.43% des années comprises entre 2008 et 2014. Pour les fonds B&B, les résultats sont respectivement, 57.14%, 42.86% et 85.71% pour les B&B Total et B&B50% et 47.62%, 57.14% et 28.57% pour les fonds B&B25%.

## Annexe 2 : Compléments analyse B&B50% vs B&B25% - IRR

Performance comparée fonds B&B50% vs BB25% – IRR net du benchmark



Divers constats peuvent être tirés du graphique présenté ci-dessus. On peut notamment remarquer que les sur ou sous-performances contre le benchmark des fonds B&B25% et B&B50% sont similaires et suivent les mêmes tendances jusqu'en 2008. De plus l'IRR net du benchmark moyen sur les vintages observés est de -0.82% avec une volatilité de 6.18% pour l'échantillon B&B25% contre respectivement 0.55% et 5.64% pour les fonds B&B50%. On constate également que les fonds B&B50% tendent à surperformer le benchmark de manière plus régulière soit environ sur 57.14% des vintages contre 47.62% pour les fonds B&B25%. On relève également que les deux échantillons surperforment de manière significative que très rarement leur benchmark, soit une fois sur l'ensemble de la période observée.

On peut également remarquer la même tendance qu'observée au point précédent (cf. chapitre 3). C'est-à-dire que les fonds B&B50% obtiennent un meilleur IRR comparé à leurs benchmarks que les B&B25%. En plus des moyennes et volatilités préalablement indiquées, on voit que l'échantillon B&B50% fait mieux que l'échantillon B&B25% dans 57.14% des vintages et présente une surperformance significative comparée aux B&B25% dans les mêmes proportions. On observe aussi que le meilleur rendement des fonds B&B50% est quasi systématique dès 2007 avec une performance supérieure dans 87.50% des vintages sur cette période lorsqu'elles sont comparées aux fonds B&B25%. De plus, l'on remarque une moyenne de 2.74% et un écart-type de 3.57% pour l'échantillon

B&B50% contre respectivement -3.97% et 4.49% pour les fonds B&B25%. On constate que les fonds B&B50% surperforment leur benchmark dans 75% des vintages de la période contre seulement 25% pour l'échantillon B&B25%. Cependant, et comme préalablement relevé dans le point précédent, l'échantillon B&B25% fait mieux pour les vintages allant de 1994 à 2006. En effet, cet échantillon obtient un IRR supérieur à celui de son benchmark dans 61.54% des vintages contre 46.15% pour les fonds B&B50%. De plus, l'échantillon obtient une moyenne de 1.12% pour une volatilité de 6.15% contre respectivement -0.80% et 6.36% pour l'échantillon B&B50%. On observe également que l'échantillon B&B25% fait mieux que les fonds B&B50% de 61.54% des vintages et la surperformance est significative dans l'entièreté des cas relevés.

## Annexe 3 : Glossaire

### a) LBO ou Leverage Buyout :

La leverage buyout est la stratégie Private Equity la plus communément utilisée. Elle consiste en le rachat d'une société (généralement non cotée) via l'utilisation de la dette en des proportions importantes (entre 60% et 80%). Les fonds Private Equity vont prendre au moins 51% du capital action afin d'avoir le pouvoir décisionnel et réaliser librement les modifications opérationnelles. Lors de la réalisation de l'investissement, la société peut être, par exemple, revendue à un concurrent, entrer en bourse via une IPO, etc...

### b) Venture Capital ou VC :

Le venture capital est une stratégie Private Equity consistant à prendre une part minoritaire dans une start-up dans le but de conseiller le management dans les diverses étapes de la vie d'une entreprise.

### c) Plateforme :

La société dite plateforme est la première société acquise par un fonds PE ayant pour but de réaliser une Buy-and-Build. Cette société sera utilisée pour financer l'acquisition des add-ons

### d) Add-on :

Les add-ons sont les sociétés acquises par la plateforme. Leurs buts sont de pouvoir réaliser des synergies, accroître les parts de marché, etc... (cf. chapitre 2)

### e) SMID :

L'abréviation SMID est communément utilisée pour parler des marchés Small et Mid capitalisation. Les mid cap sont considérées comme étant les sociétés présentant un capital compris entre \$2 et \$10 milliards et les small cap entre \$300mio et \$2mia.

### f) General Partners :

Les general partners sont les gérants du fonds et donc les employés de la Private Equity. Ce sont eux qui s'occupent de la sélection des sociétés cibles, de l'implémentation de la stratégie et de la gestion du fonds.

### g) Limited Partners :

Les LP sont les investisseurs du fonds. Ils n'ont généralement aucun pouvoir sur les décisions stratégiques et la sélection des sociétés.

h) Primaries and secondaries buyout :

Les primaries buyouts sont les sociétés ou groupes ayant été acquises directement sur le marché et dont le précédent propriétaire n'est pas une autre Private Equity.

Les secondaries sont les sociétés achetées à une autre Private Equity. Plus clairement, lorsqu'un fonds Private Equity rachète une société à une autre Private Equity, nous sommes en présence d'un secondary buyout.

i) Facteurs ESG :

Les facteurs ESG représentent un ensemble de facteurs environnementaux, sociaux et gouvernementaux au sein d'une société. Ces facteurs donnent un score ESG en fonction du niveau de respect de ces derniers. On peut par exemple citer la consommation d'eau, d'électricité et la politique de tri pour les facteurs environnementaux. La proportion de femmes ou le nombre de blessés en une année pour les facteurs sociaux. La taille du conseil d'administration, le nombre de séances et le taux de participation, le nombre de femmes et l'âge pour les facteurs gouvernementaux.

j) Ratio EV/EBITDA et EV/Sales :

Le ratio EV/EBITDA est composé de deux nombres. La valorisation de l'entreprise qui découle soit du prix de vente, soit d'une estimation et de l'EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciations and Amortizations). Ce ratio permet de comparer les prix payés ou la valeur des entreprises entre elles sans tenir compte de la structure des dettes et des réglementations fiscales ou d'amortissement qui diffèrent d'un pays à l'autre. Si par exemple le ratio donne 14x, ce chiffre informe que l'entreprise vaut actuellement 14ans d'EBITDA ou qu'il faudra 14 années d'EBITDA pour couvrir cette valeur.

Le ratio EV/Sales compare le prix payé ou le prix estimé aux ventes réalisées. La comparaison et l'information déduite des chiffres est la même que pour le ratio précédent.

k) La NAV ou Net Asset Value :

C'est la valeur d'une entreprise ou d'un fonds. Pour trouver la NAV il suffit de prendre les actifs de l'entité et de soustraire ses dettes.

l) Net IRR et IRR net du benchmark :

Le Net IRR (en français TRI ou Taux de Rendement Interne) est le rendement espéré ou réalisé d'un investissement après déduction des frais et intérêts. L'IRR net du benchmark présente l'IRR réalisé comparé à son benchmark. Si l'IRR est positif/négatif, c'est que l'investissement a sur/sous-performé son benchmark. L'IRR n'est pas un moyen fiable de comparer la performance d'un investissement alternatif à un investissement en bourse. Dans les deux cas, plus l'IRR est important, plus le rendement a été bon (sous réserve de comparaison).

m) Le KS-PME :

Le KS-PME est un ratio qui permet de comparer la performance d'un investissement au marché public. Pour ce faire, les cash-flows d'un fonds Private Equity, par exemple, sont « investis/désinvestis » sur le marché de comparaison. Le capital réalisé par le fonds est ensuite comparé à celui qui aurait été réalisé sur le marché action. Le résultat donne un multiple qui est lu comme suit :  $KS-PME > 1$  = surperformance du fonds,  $KS-PME < 1$  = sous-performance du fonds et  $KS-PME = 1$ , l'investissement a obtenu le même rendement que le marché action.