

**Guillaume Friedel  
H02142**

# **Private Equity : Acquisition, IPO et Performance**

**Tuteur : Ulrich Hege**

**Mémoire de recherche – Troisième année**

**Majeure Finance – Année 2005/2006**

## **Remerciements**

Je souhaite remercier particulièrement M. Ulrich Hege, qui m'a guidé tout au long de ce mémoire, de la définition du sujet et la recherche de documentation à la méthodologie d'analyse.

## **Introduction - *Abstract***

Ce mémoire de recherche compare la performance des investissements des fonds de capital-investissement suivant leur stratégie de sortie : sortie par introduction en Bourse (IPO) ou par acquisition (cession industrielle, ou cession à un autre acteur du capital-investissement). Nous trouvons des différences significatives de performance. Les sorties par IPO concernent des investissements beaucoup plus performants que les sorties par acquisition. Entre les deux catégories principales de sorties par acquisition, nous trouvons également des différences de rentabilité. Les cessions industrielles concernent des investissements qui sous-performent généralement les cessions à un autre acteur du capital-investissement, comme la théorie nous le laissait pressentir. La comparaison des performances relativement à un benchmark nous amène à renforcer cette conclusion.

## Sommaire

Introduction - <i>Abstract</i> .....	3
I. Théorie.....	5
A. IPO : la voie royale ? .....	7
1. La théorie classique.....	7
2. La théorie appliquée au Private Equity .....	9
B. Acquisitions : le Plan B ? .....	12
1. La cession industrielle.....	12
2. La vente à un autre acteur du capital-investissement .....	14
C. La mesure de la performance : le problème des données .....	15
II. Etude empirique d'après Thomson Financial.....	17
A. Elaboration de l'échantillon .....	17
1. Méthodologie de sélection de l'échantillon.....	17
2. Description de l'échantillon .....	19
B. Résultats de l'étude .....	24
1. Présentation des résultats .....	24
2. Calcul des performances relatives des investissements, ou « Excess return » .....	32
3. Limites de la recherche .....	34
4. Comparaison avec les Etats Unis à partir de recherches disponibles.....	36
Conclusion.....	38
Bibliographie .....	39

# I. Théorie

Comme dans tout processus à durée déterminée, une opération de capital investissement est marquée par un début et une fin, appelée dans le jargon financier « entrée » et « sortie ». Si l'entrée est le moment où l'investisseur prend sa décision d'investissement dans une entreprise, la sortie correspond au désengagement des fonds, et marque ainsi l'un des moments clés de l'investissement. Il est donc fréquent que l'investisseur réfléchisse à la manière de sortir de l'investissement avant même d'avoir investi dans une entreprise. C'est de plus en plus le cas, et ce pour plusieurs raisons.

Tout d'abord, le capital-investissement s'apparente à un commerce. L'investisseur cherche tout simplement à acheter des titres d'une entreprise à un prix faible, dans l'espoir de le revendre ultérieurement en réalisant une importante plus-value. Il ne se distingue de l'investisseur en Bourse que parce qu'il n'a aucun moyen d'évaluer son investissement quotidiennement. En effet, si on exclut les valeurs liquidatives semestrielles utilisées dans les rapports financiers, souvent pessimistes, et fondées sur le principe de prudence, l'investisseur en capital-investissement n'a aucun moyen de suivre de manière régulière la performance de son investissement. Ce n'est que lors de la sortie qu'il peut véritablement savoir si son investissement était une bonne ou une mauvaise opération. Ce qui fait de la sortie un moment crucial pour tout investisseur en capital.

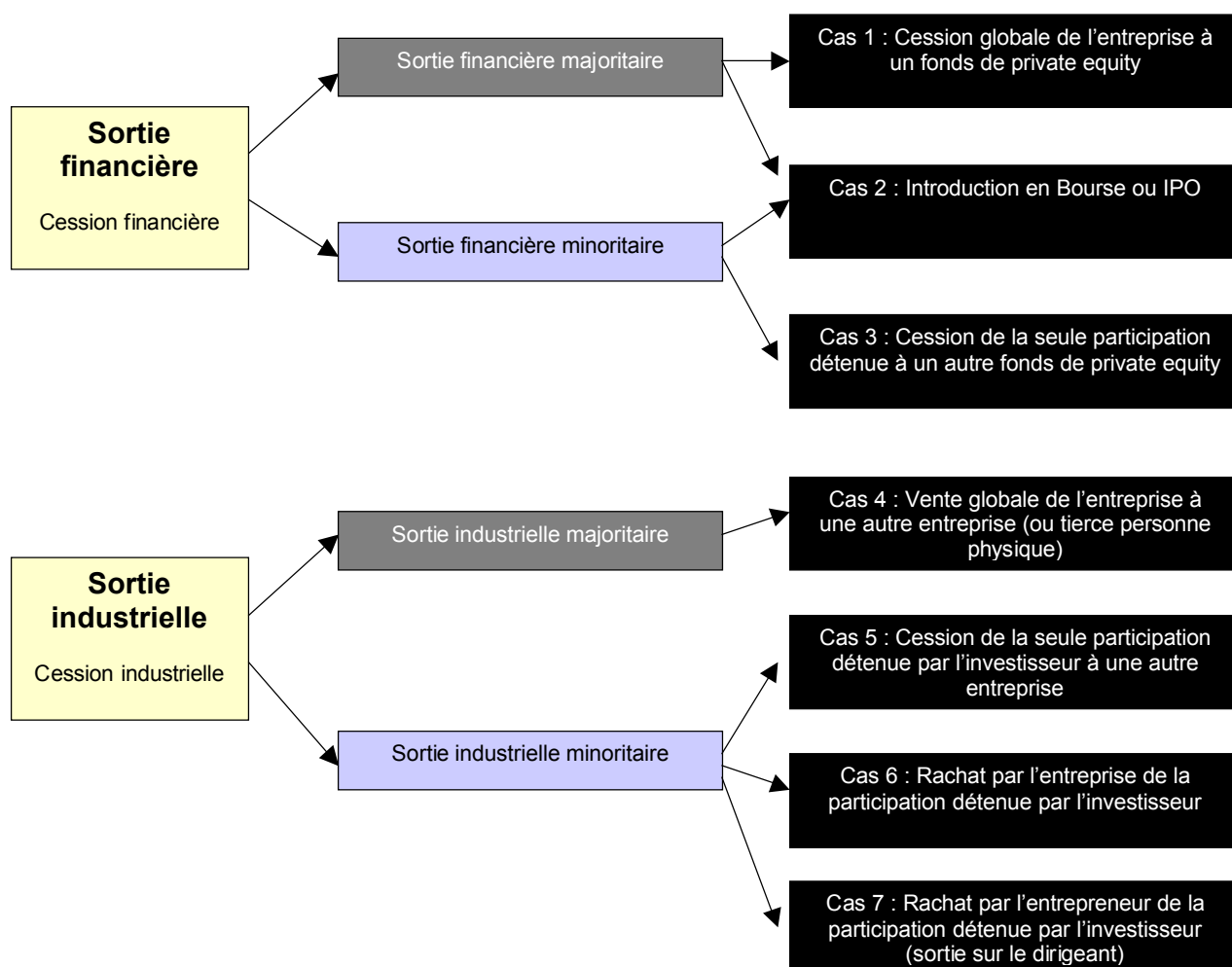
Deuxièmement, la nature de l'investissement en capital-investissement rend la sortie encore plus importante. En effet, un investissement de ce type est marquée par une très forte illiquidité. L'une des plus grandes craintes du gérant de fonds est donc de ne pas arriver à « sortir » de son investissement et de conserver sa participation en fonds de portefeuille. Cette crainte s'est d'autant plus développée récemment que la gestion des fonds pour compte de tiers se développe en Europe. Suivant le mouvement initié aux Etats Unis il y a plus de vingt ans, l'investisseur en capital-investissement est de plus en plus souvent une société de gestion qui investit des capitaux qui ne lui appartiennent pas. L'investisseur doit désormais rendre des comptes à ses souscripteurs, à l'issue d'une échéance généralement comprise entre 7 et 10 ans. L'investisseur est donc soumis à une contrainte de temps importante, et

ne peut souvent rester engagé dans le capital d'une entreprise plus de cinq ans. Avant d'investir dans une entreprise, il doit donc s'assurer qu'il pourra en sortir cinq ans plus tard. Une réflexion approfondie sur le moyen de sortir de son investissement est donc primordial.

Au moment de se désengager du capital d'une entreprise, l'investisseur en capital-investissement dispose de deux modes de sortie principaux : la sortie financière et la sortie industrielle, comme le montre le schéma ci-dessous.

### Les différents modes de sortie du capital-investissement

(source : B.Delage, Horizon Croissance, Sept 2005)



Dans ce mémoire de recherche, nous étudierons plus particulièrement les caractéristiques et les implications de trois types de sortie : les cessions industrielles et les cessions à un autre acteur du private equity, que nous pourrions regrouper sous le terme d' « Acquisitions », et les introductions en Bourse (« IPO », pour Initial Public Offerings). Il s'agit en fait de deux grands types de sortie différentes, d'où notre distinction : dans le cas des IPO, l'investisseur fait appel aux marchés financiers pour vendre sa participation, et l'entreprise devient cotée en Bourse, au contraire de ce que nous appellerons « Acquisition », où l'entreprise reste non-cotée.

Dans cette partie, nous étudierons donc les trois différents types de sorties, et leurs implications théoriques en terme de performance. Puis nous ferons le point sur la littérature existante concernant la performance des investissements en private equity et les problématiques que les recherches parues soulèvent.

## **A. IPO : la voie royale ?**

Deux théories s'opposent concernant les introductions en Bourse, menant à deux conclusions diamétralement opposées : la théorie classique et la théorie appliquée aux fonds de Private Equity.

### **1. La théorie classique**

La théorie du pricing lors des IPO a déjà fait l'objet de recherches et de publications abondantes. A première vue, elles nous incitent à penser qu'une introduction en Bourse ne serait pas le moyen le plus rentable de sortie. Lors des introductions en Bourse, les sociétés concernées font l'objet d'une décote, et ce pour deux raisons principales : l'asymétrie d'information et la tendance des sociétés récemment introduites en Bourse à sous-performer. Dans Going public, The Theory and evidence on how companies raise Equity Finance (2001), Tim Jenkinson et Alexander Ljunqvist mettent aussi en lumière des raisons légales (se couvrir contre

de futures poursuites juridiques d'actionnaires mécontents), et des raisons en lien avec le contrôle de l'entreprise (possibilité des dirigeants de garder plus de contrôle en cas de faible valorisation). Ces deux arguments semblent moins pertinents dans le cas d'une sortie d'investissement. Nous ne les développeront pas d'avantage.

### **L'asymétrie d'information**

Le thème de l'asymétrie d'information a déjà fait l'objet d'une recherche riche et est au centre de la théorie actuelle de la décote d'introduction en Bourse.

Kevin Rock (1986) l'explique avec son modèle appelé « *Winner's Curse* » (la malédiction du gagnant). Dans le cas d'une asymétrie d'information, les investisseurs ont tous une partie incomplète de l'information, qui ne leur permet que d'estimer incorrectement la valeur de l'entreprise. Chaque investisseur fait une offre au prix correspondant à sa valorisation. Celui qui « gagne » est celui qui a l'estimation la plus optimiste. Mais cela sous-entend qu'il n'avait pas la partie pessimiste de l'information, et qu'il a donc payé un prix trop élevé. C'est ce qu'on appelle « la malédiction du gagnant ». Comme les investisseurs ne sont pas naïfs et qu'ils ne participeront pas si leur seul espoir est de payer trop cher, Kevin Rock en conclut que les émetteurs doivent offrir une décote aux investisseurs non informés, pour qu'ils participent sans risquer de surpayer.

Dans un contexte d'asymétrie d'information, une autre théorie pour les IPO est celle du « *Signalling with underpricing* », ou du « Signalement par la décote », exposée par Ibbotson (1975). L'idée de base est de laisser un bon souvenir aux investisseurs pour qu'ils participent aux actions futures de l'entreprise sur les marchés boursiers (augmentations de capital...). Dans le cas d'une sortie d'investissement en Private Equity, on peut penser que l'objectif de laisser un bon souvenir aux investisseurs s'appliquerait d'avantage aux futures sorties d'investissement du fonds qu'à une véritable volonté de favoriser de futures opérations boursières par l'entreprise cédée. En effet, le fonds d'investissement se désengage totalement au moment de l'IPO (il n'a pas vocation à rester au capital d'une société cotée), et n'a pas d'intérêt particulier à favoriser le destin futur de l'entreprise qu'il avait dans son portefeuille, sauf pour améliorer son image auprès de nouvelles cibles potentielles. Quoiqu'il en soit, cette seconde théorie est sujette à



discussion, et certains chercheurs comme Jenkinson (1990) n'ont pas trouvé de preuve empirique lors de leur recherche sur le sujet.

D'autres recherches, notamment sur le rôle des banques d'affaires lors des introductions en Bourse, appuient la thèse de la nécessité d'une décote d'introduction en Bourse. La description de ces théories s'éloignerait du sujet traité.

### **La sous-performance à long terme des nouvelles introductions**

Dans Going Public, The Theory and Evidence on how Companies raise Equity Finance (2001), Tim Jenkinson et Alexander Ljunqvist avancent la théorie selon laquelle une décote d'introduction en Bourse supplémentaire serait nécessaire pour compenser la sous-performance moyenne à long terme des sociétés introduites en Bourse. Cette théorie est assez récente, concerne toutes les introductions en Bourse, et n'a pas encore été appliquée au seul secteur du capital-investissement. Nous laisserons donc au lecteur le soin d'en juger par lui-même, sachant que les sorties d'opérations de capital-investissement différent peut être de la moyenne des introductions en Bourse, ne serait-ce que par la gestion particulière que suppose la présence d'un fonds de private equity au capital d'une entreprise.

## **2. La théorie appliquée au Private Equity**

La théorie des IPO appliquée aux sorties d'investissement du Private Equity donne une version totalement différente de la théorie classique. Pour Hege, Palomino et Schwienbacher (2006), il n'est plus à prouver que les choix de sorties jouent un rôle primordial dans la performance des investissements. Une hiérarchie s'est clairement établie, les entreprises dynamiques étant introduites en Bourse, d'autres, moins attractives, étant vendues par acquisition, et les investissements qui rencontrent des problèmes voient leurs sorties repoussées. L'IPO semble alors être la voie royale pour les sorties d'investissement et garantit les rendements les plus élevés au fonds d'investissement, ce qu'ils montrent clairement dans les chiffres, que ce soit aux Etats Unis ou en Europe. Das, Jagannathan et Sarin (2003) vont dans le même sens en calculant les multiples moyens de sortie (montant de sortie/capital investi) des investissements en « *early stage* » aux Etats Unis. Pour les

IPO, ce multiple est de 21, contre 10,26 pour les acquisitions. Black et Gilson (1998) renforcent cette hypothèse en notant que l'absence d'un marché dynamique d'introduction en Bourse est l'une des principales raisons de l'émergence tardive du capital-investissement en Europe.

### **La perte de décote d'illiquidité**

Les chercheurs semblent donc unanimes sur l'observation de performances supérieures des investissements lorsque la sortie se fait par IPO. Pourquoi une telle différence avec la théorie classique, qui voudrait qu'une introduction en Bourse soit assortie d'une décote ?

Plusieurs arguments peuvent expliquer ce paradoxe. D'une part, et comme nous le verrons ultérieurement, lors d'une introduction en Bourse, le fonds d'investissement vend la société aux marchés financiers. Ces marchés, en période haussière, sont enclins à s'enthousiasmer pour des entreprises dynamiques, à forte croissance sur des marchés qui semblent porteurs. Si l'histoire plaît aux investisseurs, le fonds d'investissement peut alors réaliser de belles plus-values. Au cours de la période 2000-2001, les marchés financiers ont valorisé des sociétés en tenant compte de projections très optimistes et en mettant de côté les fondamentaux économiques. Les fonds de Private Equity profitent donc de la création de bulles, sachant que les marchés financiers sont souvent friands du type de société que ces fonds ont dans leur portefeuille. D'autre part, et c'est sans doute l'argument le plus convaincant, les sociétés introduites en Bourse par les fonds de capital investissement perdent de ce fait une décote appelée « *Private Equity discount* » ou « Décote de Capital-investissement ». Comme l'expliquent Das, Jagannathan et Sarin (2003), les entreprises contrôlées par des fonds de capital-investissement ne sont pas cotées, n'ont donc pas de mesure objective de leur valeur, et pas de possibilité de vendre facilement leur participation. Les investisseurs appliquent donc une décote d'illiquidité à ces entreprises. Une introduction en Bourse, et l'offre de liquidité qui en découle, fait mécaniquement gagner à la valorisation d'une entreprise le montant de sa décote d'illiquidité. Le fonds d'investissement qui introduit une société en Bourse fait face à des investisseurs prêts à payer plus cher grâce à la liquidité. De nombreuses études ont cherché à quantifier cette décote d'illiquidité. Deux méthodes principales peuvent être utilisées.

- Emory (1994) compare le prix d'un titre durant une période où il est illiquide avec une période où il est liquide. Concrètement, il compare le prix d'un titre au moment de l'IPO avec les prix de transactions des mêmes titres avant l'IPO.
- Koeplin (2000) compare les multiples d'acquisitions des entreprises non-cotées avec ceux des entreprises cotées du même secteur.

Cependant, comme le soulignent Das, Jagannathan et Sarin (2003), ces approches ont des limites, notamment celle d'exclure les entreprises faisant faillite avant d'être introduites en Bourse. Moskowitz et Vissing-Jorgensen (2001) soulignent que 66% des entreprises non-cotées font faillite dans leurs dix premières années d'existence. On comprend donc que ce que l'on obtient avec les méthodes de Emory et Koeplin est plus que la décote d'illiquidité, mais tient aussi compte des faillites des entreprises, notamment.

Lors de l'introduction en Bourse, une entreprise qui était dans le portefeuille d'un fonds d'investissement perd donc sa décote d'illiquidité, plus une autre décote due au manque d'information et au risque inhérent au capital-investissement. Ajouté au fait que les entreprises les plus jeunes et les plus dynamiques ont tendance à être introduites en Bourse pour bénéficier de l'engouement des analystes financiers et des investisseurs, on comprend que les IPO puissent être une « voie royale » pour la sortie d'investissement des fonds de Private Equity. Nous tenterons de vérifier ces hypothèses dans la seconde partie de notre recherche.

## **B. Acquisitions : le Plan B ?**

### **1. La cession industrielle**

La cession industrielle repose sur une logique totalement différente de l'introduction en bourse et de toute cession financière. Dans ce cas, l'acquéreur n'est pas motivé uniquement par des critères financiers, mais plutôt par des critères économiques et industriels. Il compte exploiter l'entreprise acquise souvent sur le long terme, voire très long terme, en générant une survaleur à partir de synergies industrielles ou commerciales. Dans certains cas, il peut s'agir d'une acquisition purement stratégique, visant à pénétrer un nouveau marché dans son propre domaine d'activité. Ces acquéreurs suivent donc des critères très différents des acquéreurs financiers, qui ont tendance en théorie à diminuer la valorisation de l'entreprise cible.

Les sorties par cession industrielle ne constituent souvent pas le choix prioritaire des fonds d'investissements lorsqu'ils réfléchissent à une sortie, et ce pour plusieurs raisons. Comme nous venons de le voir, l'objectif même de l'acquéreur est souvent très éloigné de conditions purement financières. Dans ce cadre-là, la société cible a moins de chance de faire l'objet d'une survalorisation du fait de critères financiers et totalement indépendants de ses fondamentaux économiques. Un acheteur industriel sera moins sensible aux « bulles » engendrées par l'engouement des analystes financiers pour certains secteurs ou certains types de société. La personnalité des dirigeants d'entreprises entre en compte. Ils n'ont souvent pas le même passé professionnel que les gérants de fonds, et ne parlent pas le même langage, comme nous l'explique Bertrand Delage, consultant et membre du directoire de SIGMA GESTION, dans Horizon Croissance (Septembre 2005) : « *Si les investisseurs préfèrent largement les sorties financières aux sorties industrielles, c'est qu'ils ont le sentiment d'agir dans un environnement très rémunérateur et qui en plus leur est familier. Les interlocuteurs avec lesquels ils négocient emploient le même langage qu'eux, étudient les mêmes ratios...* ».

La préférence des investisseurs en capital-investissement pour les sorties financières, et notamment pour les IPO, laisse penser qu'une sortie industrielle offrirait des ratios moins élevés aux investisseurs. Les introductions en Bourse constitueraient une sorte d'idéal pour les investisseurs, qui réserveraient aux industriels des sociétés de « qualité » inférieure, celles qui n'auraient que peu de chance de plaire aux analystes financiers. Gompers (1996) montre que les jeunes entreprises dynamiques sont plus enclines à rencontrer les investisseurs financiers et se faire connaître. Les jeunes entreprises en forte croissance sont plus attirées par les marchés financiers que par une cession industrielle. Si tel est le cas, nous trouverons lors de notre étude empirique des performances moins élevées pour les sorties par cession industrielle que les sorties par cession financière.

Cependant, plusieurs arguments peuvent nous laisser penser que la conclusion de notre étude ne sera pas si triviale. Le premier argument est qu'il peut aussi exister une compétition entre des acquéreurs industriels pour une entreprise détenue par un fonds de Private equity. Pour une acquisition stratégique, comme l'entrée sur un nouveau marché, on peut penser que des acquéreurs industriels sont prêt à payer un prix élevé. La compétition entre plusieurs industriels peut aussi engendrer une surenchère ayant pour enjeu plus que la simple acquisition d'une entreprise, comme le développement futur. Un industriel peut aussi vouloir envoyer un signal fort vers ses actionnaires, éventuellement ses clients, et accorder à l'acquisition d'une société particulière une importance primordiale décorrélée de ses fondamentaux économiques.

Un second argument concerne les cycles boursiers. En période haussière, les analystes financiers et les investisseurs sont prompts à s'enflammer et les introductions en Bourse ont tendance à se multiplier. L'inverse est vrai. En période de morosité des marchés financiers, les introductions en Bourse se font plus rares et les fonds d'investissement en quête de sortie doivent trouver d'autres alternatives. C'est ce qui s'est passé en Europe, et notamment en France, à partir de 2001, comme nous le dit Bertrand Delage : « *Alors qu'en 1999, les investisseurs en capital avaient réussi à se désengager par le biais d'introductions en Bourse [...] sur 391 dossiers, cette technique n'a représenté en 2003 que 90 cas, soit 10% des sorties (source : rapport 2003 sur l'activité du capital-investissement en France, AFIC et PricewaterhouseCoopers)* ». Si les cessions industrielles sont un plan B pour

les investisseurs (ce qui reste à vérifier), c'est un moyen beaucoup plus sûr en période de morosité boursière, ou sur des secteurs qui attirent moins les analystes financiers. Reste à savoir si les 10% de sorties par introductions en Bourse en 2003 concernaient les dossiers les plus attractifs ou non.

Enfin, selon Bertrand Delage, les sorties par cession industrielle sont en net regain depuis 2003, et le mouvement devrait se poursuivre à l'avenir, et pas seulement par défaut. Il estime en effet que la globalisation incitera les industriels à se regrouper et fera augmenter le nombre de fusions-acquisitions. Par voie de conséquence, les industriels seront plus enclins à payer cher pour les sociétés détenues par des fonds de private equity, pour conserver une taille critique face à des concurrents mondialisés. Si les sorties par IPO ou cession financière étaient l'idéal dans les années 1990, ce n'est peut être plus le cas et cela ne le sera peut être pas à l'avenir. Il nous reste à vérifier cela lors de notre étude empirique.

## **2. La vente à un autre acteur du capital-investissement**

Deuxième élément classé dans la catégorie « Acquisition », la sortie par vente de la participation à un autre acteur du capital-investissement est particulière, et semble obéir à une logique très différente de la cession industrielle.

Une rapide définition de ce que nous entendons par ce concept permet d'y voir plus clair. La vente à un autre acteur du capital-investissement concerne les désengagements d'un investissement soit par cession à un fonds étranger, soit par cession à un fonds différent mais appartenant au même groupe financier. En effet, il est assez courant, lorsqu'une première opération est couronnée de succès au delà des attentes de l'investisseur, que celui-ci décide d'enregistrer ce bon résultat en revendant rapidement sa participation. Si l'investisseur pense que l'investissement peut être encore intéressant pour son groupe financier, il peut revendre sa participation à un nouveau fonds qu'il lève à cet effet ou à un autre fonds existant. Ainsi, il règle le problème de liquidité de son investissement dans son premier fonds et enregistre la bonne performance de son investissement. Il ne faut pas oublier que tant qu'un investisseur n'est pas sorti d'un investissement, il risque de perdre ce qu'il a gagné et de baisser son « track record », véritable curriculum vitae des gérants de

fonds. C'est ce qui leur permet de lever de nouveaux fonds et de continuer à travailler. Soigner son track record est évidemment l'un des objectifs principaux des gérants de fonds.

Plusieurs éléments nous font penser qu'une sortie financière par vente à un autre acteur du private equity est le signe d'une performance élevée. En effet, en plus de l'argument développé précédemment, on peut aussi penser que les fonds d'investissement candidats à un deuxième investissement dans une entreprise (comme un LBO secondaire, par exemple), sont plus agressifs en terme de valorisation, notamment lorsque la première opération a été un succès. Ceci peut amener à la formation de bulles décorrélées des fondamentaux économiques des entreprises. De plus, le recours à l'effet de levier lors des opérations de LBO permettent souvent aux fonds d'investissement d'être plus agressifs sur les prix offerts que leurs concurrents industriels. Par ailleurs, au cours de la période concernée (1990-2006), le marché du capital-investissement a vu apparaître de nombreux acteurs, ce qui a accru la concurrence au moment des investissements. On peut donc penser qu'au moment de se désengager d'un investissement, après 3 à 5 ans de présence au capital d'une entreprise, les fonds d'investissement rencontrent un environnement concurrentiel plus important qu'au moment de leur entrée au capital. De ce fait, il est possible (et il nous faudra le vérifier) que la vente de la participation à un deuxième acteur du capital-investissement permette à l'investisseur d'augmenter la performance de son investissement.

### **C. La mesure de la performance : le problème des données**

De plus en plus de recherches sont consacrées au calcul de la performance dans le secteur du capital-investissement. Cependant, la plupart de ces recherches se heurtent au manque de données précises sur les fonds d'investissements. Les bases de données, notamment VentureXpert, sont incomplètes ou fournissent des données globales plus que par fonds, et encore moins par investissement. Cochrane (2000), Kaplan et Shroar (2002), Ljunqvist et Richardson (2003) ou encore Hege,

Palomino et Schwienbacher (2006) ont tour à tour été confrontés au problème. La plupart ont estimé que le problème était inévitable.

L'absence d'information suffisamment abondante engendre indirectement un deuxième problème. Sur les bases de données, la publication des chiffres complets se fait sur la base du volontariat. Comme le soulignent Hege, Palomino et Schwienbacher (2006), ainsi que Woodward et Hall (2003), le choix des entreprises de publier ou non les valorisations n'est pas aléatoire. Les résultats sont donc biaisés dès le départ, du fait de la sélection des données. De plus, les entreprises pour lesquelles on dispose de suffisamment de données pour calculer des rendements, et qui ont publié les données sont celles qui ont réussi leur sortie d'investissement. Cochrane (2005) a proposé une solution à ce problème en corrigeant les données connues en tenant compte de la probabilité de ne pas avoir de données. C'est possible pour les bases de données américaines, mais les données de VentureXpert pour les investissements européens ne sont pas assez détaillées pour appliquer la même méthodologie.

Enfin, VentureXpert ne fournit que très peu de données pour les investissements européens, comme nous le verrons en deuxième partie. Le problème de sélection des données se fait donc encore plus criant, puisque les fonds européens ont sans doute encore plus sélectionné leurs investissements. Les résultats que nous trouverons dans la deuxième partie seront donc probablement artificiellement améliorés.



## **II. Etude empirique d'après Thomson Financial**

### **A. Elaboration de l'échantillon**

#### **1. Méthodologie de sélection de l'échantillon**

Comme nous l'avons souligné précédemment, les bases de données concernant le capital-investissement donnent souvent des informations incomplètes sur les investissements. Ils peuvent donner des informations générales concernant la performance des fonds d'investissement, mais donnent souvent peu de détails sur le rendement de chaque investissement. Ces informations sont en effet confidentielles et le reporting se fait sur la base du volontariat. Cependant, en croisant les informations de différentes bases de données, il est possible d'obtenir davantage d'information sur les investissements.

La méthodologie de sélection de l'échantillon a été la suivante. Pour les introductions en Bourse, la base de donnée VentureXpert fournit une liste d'entreprises ayant fait l'objet d'IPO alors qu'elles appartenaient à des fonds d'investissements. La base fournit la valorisation retenue au moment de l'introduction, montant qu'il suffit de comparer à la valorisation induite par le montant initial de l'investissement fournie par VentureXpert ou Thomson One Banker - Deals. Dans de nombreux cas, le part du capital détenue par le fonds d'investissement et la valorisation totale ne sont pas communiquées, ou peu claires. Nous avons décidé d'exclure ces investissements de notre échantillon pour ne pas risquer de polluer les résultats. L'échantillon d'entreprises pour lesquelles nous disposons de suffisamment d'information est réduit à seulement 11 entreprises.

Pour les acquisitions, les informations sur les sorties d'investissement sont plus difficiles à obtenir, étant donné le caractère privé des opérations. La méthode que nous avons retenue est plus longue, mais débouche sur un échantillon plus fourni. Nous avons commencé par sélectionner toutes les opérations ayant impliqué les principaux fonds d'investissement en Europe au cours de la période 1990-2006,

à partir de la base de données Thomson One Banker – Deals. Les fonds retenus, au nombre de 20, sont les principaux acteurs du secteur. Il est possible que la sélection de fonds influe sur le résultat de notre étude. Cependant, nommer des fonds était indispensable pour exploiter la base de donnée. Cette première recherche nous a donné une liste de 1453 opérations de fusion-acquisition ayant impliqué des fonds d'investissement au cours de la période concernée. L'étape suivante a été de voir pour chaque opération si elle correspondait à une sortie d'investissement d'un fonds de capital-investissement, puis si nous disposions de suffisamment d'information pour calculer un rendement fiable pour l'investissement, à la fois sur la base VentureXpert et sur Thomson One Banker - Deals. Cette exigence nous a amené à exclure certaines opérations qui nous semblait ambiguës, notamment dans le cas de plusieurs tours d'investissement. Par ailleurs, dans le cas d'investissement par un groupe d'investisseurs, nous n'avons retenu que les opérations pour lesquelles il était possible de calculer une valorisation de l'entreprise au début de l'investissement. Cette méthode nous a amené à un échantillon de 55 entreprises.

L'échantillon total retenu comporte 66 entreprises européennes ayant fait l'objet d'investissement par un fonds de Private Equity au cours de la période 1990-2006. C'est un échantillon réduit qui s'explique par le manque de données disponibles. Par ailleurs, l'échantillon est déséquilibré entre les catégories « IPO » et « Acquisition », ce qui peut s'expliquer par le plus faible nombre de sorties par introduction en Bourse, mais aussi par le fait que les entreprises introduites en Bourse sont souvent de jeunes entreprises dynamiques pour lesquelles les informations sur les conditions d'entrée des fonds d'investissement sont incomplètes. L'échantillon restreint de sorties par IPO est un point faible de notre recherche.

## 2. Description de l'échantillon

L'échantillon est composé de 66 entreprises, dont 11 ont fait l'objet de sortie par IPO et 55 par acquisition.

### IPO

Les 11 entreprises retenues pour notre étude dans cette catégorie sont issues de quatre secteurs : Internet, les logiciels informatiques, Communication-Media et Industrie. Comme nous l'avons pressenti dans la première partie, ce sont des secteurs dont les analystes financiers et les investisseurs ont été et sont très friands. Une autre remarque intéressante est l'absence de données pour la période 2001-2004, pour laquelle nous n'enregistrons aucune introduction en Bourse. Il peut y avoir plusieurs raisons. D'une part, il est indéniable que l'activité boursière s'est ralenti au cours de cette période, après l'éclatement de la « bulle » internet. Les investisseurs étaient plus méfiants et moins optimistes pour les jeunes entreprises dynamiques de ces secteurs qu'au cours de la période précédente, pour laquelle nous enregistrons au contraire la plus forte activité (4 introductions d'entreprises de notre échantillon ont eu lieu en 2000). D'autre part, il ne faut pas oublier que la publication des données se fait sur la base du volontariat. L'absence de données complètes pour les années 2001-2004 met peut être simplement en lumière la performance plus faible des investissements dont les fonds sont sortis à cette période là.

**Tableau 1 : Echantillon IPO** (source VentureXpert et Thomson)

		1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Total
Internet	Entrée	1				2							3
	Sortie		1				2						
Computer Software	Entrée		1	1									2
	Sortie		1	1									
Communication - Media	Entrée				1	1	1				1		4
	Sortie					1	2					1	
Indusrials	Entrée		1								1		2
	Sortie				1							1	
Total	Entrée	1	2	1	1	3	1	0	0	0	2	0	11
	Sortie	0	2	1	1	1	4	0	0	0	0	2	

Une étude de la durée d'investissement des fonds de capital-investissement dans notre échantillon permet de tirer des enseignements intéressants. Tout d'abord, on s'aperçoit que les entreprises concernées ne sont pas forcément de jeunes entreprises. Dans les secteurs des logiciels informatiques et de l'industrie, on s'aperçoit que quatre entreprises ont des durées d'existence importante avant de faire l'objet d'une opération de capital-investissement. Deux d'entre elles étaient toutefois présentes dans le secteur des logiciels informatiques qui a bénéficié de l'engouement des marchés financiers au moment de la bulle Internet, et sans doute d'un développement rapide au cours de cette période. En moyenne, on observe donc que les entreprises de notre échantillon ont une durée d'existence de 6 ans et demi avant de faire l'objet d'une opération de capital-investissement, ce qui n'est pas particulièrement jeune.

En revanche, l'analyse de la durée d'investissement nous conforte dans l'hypothèse que nous avons formulée en première partie. Les fonds d'investissement se désengagent rapidement de leur investissement, au bout de 10 mois en moyenne, et ce quel que soit le secteur. C'est beaucoup moins que la durée habituelle d'investissement, généralement comprise entre 3 et 5 ans. On peut donc penser que les opérations concernées ont été couronnées de succès, et que les fonds d'investissement, satisfaits de leurs rendements, ont souhaité enregistrer leur plus-value le plus rapidement possible. Il est évident que toutes les opérations de la période 1990-2006 n'ont pas été très rentables. Cette observation nous conforte dans l'idée que les données disponibles sur les bases de données sont biaisées et font apparaître les meilleures performances, celles dont les fonds d'investissement ont intérêt à se désengager rapidement.

**Tableau 2 : Durée d'investissement des fonds dans les entreprises de l'échantillon**

(source VentureXpert)

	Nb d'année d'existence avant inv.	Durée de l'investissement
Internet	6 mois	10 mois
Computer Software	17 ans	8 mois
Communication - Media	3 ans et demi	10 mois
Indusrials	10 ans	14 mois
Total	6 ans et 4 mois	10 mois

## Acquisition

Le tableau 3 décrit les secteurs auxquels appartiennent les 55 entreprises de notre échantillon. Contrairement à l'échantillon concernant les IPO, des secteurs variés sont représentés. Les plus représentés sont les secteurs des Industries (15) et des Communications/Media (11). Sont également bien représentés les secteurs de la santé, des produits de consommation, et de la distribution. La plupart des secteurs représentés sont les cibles types pour des LBO, avec des flux de trésorerie prévisibles, contrairement à notre échantillon précédent, qui était composé de secteurs plus « attrayants » pour les marchés financiers. Ici, les secteurs « à la mode », mais plus risqués, comme Internet, ne sont pas représentés. C'est peut être une coïncidence, et nous ne pouvons l'exclure au vu de la taille des échantillon, mais il semblerait que les entreprises introduites en Bourse ont un profil très différent de celles qui sont vendues à des acteurs privés.

En observant les dates de sorties d'investissement, on remarque qu'il n'y a pas de baisse de régime entre 2001 et 2004, contrairement aux sorties par IPO. Par ailleurs, on remarque un grand nombre de sorties en 2005. Evidemment, ceci est davantage dû à notre sélection qu'à une véritable augmentation du nombre de sorties. Il semblerait que les bases de données soient plus complètes pour les opérations récentes que pour les opérations plus anciennes. Les gérants de fonds doivent publier plus volontiers leurs rendements, ce qui témoigne soit d'un changement des mentalités, qui se rapprocheraient des fonds américains, qui publient beaucoup plus d'information, soit d'une amélioration des performances, qui incite les gérants de fonds à communiquer sur leurs rendements. Une combinaison de ces deux phénomènes est envisageable.

L'échantillon des entreprises ayant fait l'objet d'une sortie d'investissement par « Acquisition » peut être séparée en deux catégories qu'il est intéressant de distinguer : d'une part, les cessions industrielles, d'autre part, les ventes à d'autres acteurs du capital-investissement. Comme nous l'avons souligné dans la première partie, les deux sorties n'obéissent pas aux mêmes logiques, ce qui peut avoir un impact sur la performance des investissements. Notre échantillon de 55 entreprises

**Tableau 3 : Répartition sectorielle des entreprises de l'échantillon et dates d'investissement**

(source : VentureXpert et Thomson One Banker – Deals)

	1980	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Total
Aerospace & Défense										1								1
	Entrée																	
	Sortie																	
Communication & Media						1	1	1	1	1			3	3	1	1		11
	Entrée																	
	Sortie					1	1	1	1	1								6
Computer Software									2									2
	Entrée																	
	Sortie																	2
Construction								1						1				2
	Entrée																	
	Sortie																	2
Consumer related								1	1					2				4
	Entrée																	
	Sortie													1				1
Food and Beverage										1	2							3
	Entrée																	
	Sortie																	2
Healthcare								2			1	1						5
	Entrée																	
	Sortie										2							1
Industrials					2		2	1	2		5		2	2				15
	Entrée																	
	Sortie				1			1	1	2	2	2	1	2				4
Leisure													2					3
	Entrée																	
	Sortie																	1
Other													1					1
	Entrée																	
	Sortie																	1
Real Estate								1										1
	Entrée																	
	Sortie																	1
Retail					1				2				1		2	2		4
	Entrée																	
	Sortie																	2
Transportation												1	1	1				1
	Entrée																	
	Sortie																	1
Utilities											1							1
	Entrée																	
	Sortie																	1
Total																		
	Entrée	3	0	0	0	2	2	3	5	7	3	7	3	11	7	2	0	65
	Sortie	0	0	0	0	2	1	0	1	2	0	4	2	2	4	9	23	5

est composé de 33 entreprises ayant fait l'objet d'une cession industrielle et de 22 entreprises ayant été cédées à un autre acteur du capital-investissement (voir tableau 4). Si les cessions industrielles ont concerné l'ensemble des secteurs sélectionnés, il est intéressant de noter que les cessions à un autre acteur du capital-investissement ont concerné pour moitié des entreprises des secteurs de la Communication et des Media ou des secteurs industriels. L'un est un secteur pour lequel les analystes financiers sont souvent optimistes, l'autre est un secteur typique pour les opérations de LBO. Ce sont deux secteurs pour lesquels les financiers sont peut être prêts à payer plus cher.

Le tableau 4 permet de vérifier une autre hypothèse émise en première partie. En effet, on voit que la durée moyenne d'investissement est significativement inférieure dans le cas d'une sortie par vente à un autre acteur du Private Equity par rapport à la durée d'investissement dans le cas d'une cession industrielle. Dans le premier cas, les fonds d'investissement sortent en moyenne au bout d'à peine plus de 3 ans, contre 5 ans dans le second cas. Or, en théorie, les fonds de capital-investissement prévoient de rester 5 ans en moyenne. S'ils sortent au bout de 3 ans, c'est donc souvent qu'ils ont eu une opportunité de réaliser un rendement supérieur à celui qui était prévu. Ceci nous laisse supposer que la performance des investissements sera peut être supérieure dans le cas des cessions à d'autres acteurs du Private Equity, comme supposé en première partie.

**Tableau 4 : Nombre d'opérations et durée d'investissement pour les sorties par Acquisition**

(source : VentureXpert et Thomson One Banker)

	Cession industrielle		Cession à un autre acteur du Private Equity	
	Nombre	Durée (ans)	Nombre	Durée (ans)
Aeospace & Defence			1	5
Communication & Media	3	4	8	2
Computer Software	2	6		
Construction	1	8	1	2
Consumer related	1	7	3	3
Food and Beverage	3	3		
Healthcare	4	3	1	3
Industrials	10	5	5	3
Leisure	3	3		
Other	1	3		
Real Estate	1	8		
Retail	2	5	2	8
Transportation	1	1	1	2
Utilities	1	6		
<b>Total</b>	<b>33</b>	<b>5</b>	<b>22</b>	<b>3</b>

## B. Résultats de l'étude

### 1. Présentation des résultats

Pour mesurer la performance d'un investissement, on calcule le taux de rentabilité interne (TRI). C'est le taux  $r$  tel que : 
$$\frac{V_T}{(1+r)^T} - \sum_t \frac{I_t}{(1+r)^t} - V_0 = 0$$
,  $V_T$  étant la valorisation finale de la participation,  $V_0$  la valorisation initiale et  $I_t$  le montant des investissements entre la date 0 et la date T. Dans notre échantillon, par manque d'information précise, nous n'avons considéré que des cas où les fonds d'investissement n'ont pas eu recours à des tours d'investissement intermédiaires. Dans notre étude, nous avons donc  $I_t = 0$  pour tous les investissements. Notons que  $r$  est le taux de rentabilité annuel de l'investissement.

Nous avons analysé nos résultats suivant quatre points de vue. Tout d'abord, nous avons comparé les performances des investissements entre IPO et Acquisition suivant l'année de sortie d'investissement, puis suivant le secteur de la cible. Puis nous avons analysé la performance en fonction du nombre d'années d'investissement. Enfin, au sein de la catégorie « Acquisition », nous avons distingué et comparé les performances des investissements suivant que leur sortie se faisait par cession industrielle ou cession à un autre acteur du Private Equity. Nous avons enfin comparé les résultats de notre analyse avec la théorie exposée précédemment.

#### **Performance et année de sortie**

Le tableau 5 montre les performances comparées des investissements entre les sorties par introduction en Bourse et les sorties par acquisition, suivant l'année de sortie d'investissement. Plusieurs analyses peuvent être faites à partir de ce tableau. Dans notre échantillon, les investissements qui ont connu une sortie par IPO ont des performances très largement supérieures aux investissements qui ont fini par une acquisition. En effet, les 11 entreprises concernées par une IPO ont connu une performance moyenne de 781%, avec une performance médiane de



300%. Les 55 investissements qui ont débouché sur une acquisition ont, pour leur part, un TRI moyen de 40%, avec une performance médiane de 21%. On remarque une grande hétérogénéité des performances pour les sorties par IPO, qui vont de 106% à 4685% ! La petite taille de l'échantillon ne nous permet malheureusement pas d'analyser de manière pertinente les résultats par année. Cependant, on remarque que toutes les performances de cet échantillon sont supérieures à 106%. Nous pouvons en tirer deux conclusions : soit seules les entreprises performantes sont introduites en Bourse, soit notre échantillon ne contient que les meilleures performances. Quant on regarde les années où les informations sont les plus abondantes, on voit que la plupart des entreprises de notre échantillon ont été introduites en Bourse entre 1996 et 2000, à une bonne période pour le marché. Nous n'avons en revanche aucune donnée pour les introductions en Bourse ayant eu lieu entre 2001 et 2004, période maussade pour les Bourses européennes. Or il y a eu des sorties d'investissement par introduction en Bourse au cours de cette période. Il est donc probable que les performances de cette période ont été moins favorables (et donc pas publiées). Il faut donc prendre les résultats des performances de notre échantillon avec beaucoup de prudence.

Cependant, lorsqu'on observe les performances des investissements qui ont débouché sur une acquisition, on se rend compte que les chiffres sont très nettement inférieurs, quelle que soit l'année considérée, sauf peut être pour les années 2003 et 2004. Seuls trois investissements de notre échantillon ont eu une performance de plus de 100% par an, dont deux en 2003-2004. Il semblerait donc qu'en période boursière dynamique (1996-2000), les sorties par IPO débouchent sur des performances bien plus élevées que les sorties par acquisition.

Enfin, on peut noter l'hétérogénéité des performances pour les sorties par Acquisition, notamment dans les périodes de reprise économique. En 2004, par exemple, le TRI moyen des 9 entreprises de notre échantillon cédées par des fonds d'investissement a été de 69%, avec une performance médiane de 4%... Les performances des investissements de cette catégorie sont aussi plombées par quelques mauvaises opérations, ce qui peut en partie (mais seulement en partie) expliquer la grande différence de performance entre les sorties par IPO et les sorties par Acquisition.

**Tableau 5 : Performance comparée des investissements en fonction de l'année de sortie**

(source : VentureXpert et Thomson One Banker – Deals)

Date de sortie d'investissement	IPO		Acquisition	
	TRI moyen	TRI median	TRI moyen	TRI median
1994			21%	21%
1995			-7%	-7%
1996	561%	561%		
1997	242%	242%	21%	21%
1998	1291%	1291%	52%	52%
1999	186%	186%		
2000	1337%	315%	27%	24%
2001			19%	19%
2002			14%	14%
2003			58%	14%
2004			69%	4%
2005	203%	203%	26%	23%
2006			21%	31%
Total	781%	300%	40%	21%

### Performance et secteur d'investissement

Le tableau 6 montre la performance comparée des investissements entre les sorties par introduction en Bourse et les sorties par acquisition, suivant le secteur d'investissement. Comme nous l'avons souligné précédemment, il semble que les sorties par IPO et par acquisition ne s'appliquent pas forcément aux mêmes cibles. Certains secteurs favorisent les introductions en Bourse, et cela a un impact sur la performance. L'exemple le plus frappant est celui du secteur Internet. Aucune entreprise de notre échantillon, appartenant à ce secteur n'a fait l'objet d'une sortie par acquisition. C'est pourtant dans ce secteur que les performances pour les sorties par IPO sont les plus élevées, avec une performance moyenne de 1802% et une performance médiane de 690%. Les performances dans ce secteur sont très hétérogènes, mais dopent les performances globales de la catégorie « IPO ».

Deux secteurs intéressants à étudier sont les secteurs « Communication & Media » et « Industrials », pour lequel nous avons les points de comparaison les plus fiables. Dans les deux cas, les performances des sorties par IPO sont très nettement supérieures aux performances des sorties par Acquisition. Dans le secteur « Communication & Media », le TRI moyen pour les sorties par IPO est de

231%, pour une performance médiane de 204%, signe d'une certaine homogénéité des performances, contre un TRI moyen de 87% et un TRI médian de 21% pour les sorties par Acquisitions. La moins bonne performance d'un investissement de la catégorie « IPO » est de 106%, ce qui serait la troisième performance de la catégorie « Acquisition ». Dans le secteur « Industrials », les données sont moins équilibrées. Notre échantillon compte seulement deux investissements dans ce secteur pour les sorties par IPO contre quinze pour les sorties par Acquisition. Une fois encore, la performance des sorties par IPO est très largement supérieure à la performance des sorties par Acquisition. En effet, le TRI moyen (et médian, étant donné qu'il n'y a que deux investissements concernés) des sorties par IPO est de 795%, contre un TRI moyen de 20%, et un TRI médian de 20% pour les sorties par Acquisition. Toutefois, la meilleure performance des sorties par Acquisition est de 1291%. L'absence de données suffisantes pour les sorties par IPO biaise peut être les résultats. Nos conclusions seraient peut être moins tranchées si nous avions plus de cas de sorties par IPO, et notamment les mauvaises opérations.

Les deux premières séries d'analyses montrent que, dans notre échantillon, la performance des investissements qui débouchent sur des sorties par IPO est supérieure à la performance de ceux qui débouchent sur des sorties par Acquisition. C'est ce que nous laissait prévoir la théorie sur le sujet (voir Partie I).

**Tableau 6 : Performance comparée des investissements en fonction du secteur**

(source : VentureXpert et Thomson One Banker – Deals)

Secteur d'investissement	IPO		Acquisition	
	TRI moyen	TRI median	TRI moyen	TRI median
Aeospace & Defence			47%	47%
Communication & Media	231%	204%	87%	21%
Computer Software	337%	337%	-12%	-12%
Construction			20%	20%
Consumer related			13%	18%
Food and Beverage			40%	15%
Healthcare			30%	29%
Industrials	795%	795%	20%	20%
Internet	1802%	690%		
Leisure			12%	12%
Other			25%	25%
Real Estate			5%	5%
Retail			17%	15%
Transportation			170%	170%
Utilities			41%	41%
<b>Total</b>	<b>781%</b>	<b>300%</b>	<b>40%</b>	<b>21%</b>

## Performance et durée d'investissement

Le tableau 7 montre les performances comparées des investissements entre les sorties par introduction en Bourse et les sorties par acquisition, suivant la durée de l'investissement. Comme nous l'avons souligné précédemment, la durée « normale » d'un investissement en Private Equity est d'environ 5 ans, ce qui est essentiellement dû à l'obligation qu'ont les fonds de rendre l'argent à leurs souscripteurs au bout d'environ 7 ans. Une sortie prématurée est souvent le signe d'une rentabilité supérieure aux attentes. Comparer les performances des investissements entre sorties par IPO et par Acquisition, en fonction de la durée d'investissement permet de répondre à l'interrogation formulée lors de la description de l'échantillon : « si les investissements concernés par des sorties par IPO sont plus rentables que les investissements concernés par des sorties par Acquisition, n'est-ce pas dû au fait que les fonds qui sortent prématurément de leurs investissements privilégient l'introduction en Bourse, pour des raisons qui pourraient ne pas être uniquement liées à la performance ? ». Notre analyse nous permet d'écarter en partie cette hypothèse. Pour les investissements dont la durée a été inférieure à 3 ans, ce qui concerne la totalité de notre échantillon « IPO » et 23 entreprises de notre échantillon « Acquisition », la rentabilité reste largement supérieure dans le cas des sorties par IPO. Le TRI moyen des sorties par IPO est alors de 781% et le TRI médian de 300%, contre 71% et 29% respectivement pour les sorties par Acquisition. Ceci nous permet de conclure que la durée d'investissement n'explique que pour très peu la différence de rentabilité entre les sorties par IPO et les sorties par Acquisition.

**Tableau 7 : Performance comparée des investissements en fonction du secteur**

(source : VentureXpert et Thomson One Banker – Deals)

Durée de l'investissement	IPO		Acquisition	
	TRI moyen	TRI median	TRI moyen	TRI median
0 à 3 ans	781%	300%	71%	29%
3 à 5 ans			27%	23%
plus de 5 ans			10%	8%
Total	781%	300%	40%	21%

Un autre enseignement de ce tableau concerne la relation entre durée d'investissement et performance. En effet, on observe un lien évident entre la durée d'investissement et la baisse de rentabilité pour les sorties par acquisition. Si pour les investissements d'une durée inférieure à 3 ans, le TRI moyen est de 71% et le TRI médian de 29%, pour les investissements d'une durée de 3 à 5 ans, les TRI moyens et médians ne sont que de 27% et 23% respectivement. Pour les durées d'investissement supérieures à 5 ans, la rentabilité chute. Le TRI moyen n'est plus que de 10% et le TRI médian de 8%. Ce cas concerne souvent des entreprises pour lesquelles les fonds d'investissements ont peiné à trouver des acheteurs. Par ailleurs, il est difficile de maintenir une forte rentabilité annuelle sur une longue période, puisque cela suppose d'arriver à augmenter la valorisation de l'entreprise tous les ans. Cette analyse nous permet de justifier une part de la différence de performance entre sortie par acquisition et sortie par IPO. En effet, nous ne disposons pas de données pour les investissements ayant fait l'objet de sortie par IPO après 3 ans et encore moins après 5 ans. Il reste à savoir si de telles opérations ont lieu, ce qui est probable, et quelle performance en découle. Le manque de données chiffrées sur VentureXpert nous empêche malheureusement de mener cette étude.

### **Acquisition : des performances différentes en fonction de la sortie**

Le tableau 8 nous permet de vérifier l'hypothèse faite en première partie, selon laquelle il y aurait une hiérarchie entre cession industrielle et cession financière (voir page 11 et 12), et qu'une cession à un deuxième acteur du capital-investissement permet à l'investisseur d'augmenter la performance de son investissement (voir pages 13 et 21). Nous avons calculé les TRI moyens et médian des investissements pour les deux catégories. Les résultats sont édifiants. Pour les 33 investissements de notre échantillon ayant fait l'objet d'une sortie par cession industrielle, le TRI moyen a été de 28% et le TRI médian de 16%, contre respectivement 58% et 29% pour les 22 investissements ayant fait l'objet de sortie par cession à un second acteur du Private Equity.

La théorie se confirme lorsqu'on regarde les performances secteur par secteur. En effet, sur les sept secteurs pour lesquels nous disposons d'une base de comparaison, la performance est supérieure dans le cas d'une cession à un autre acteur du capital-investissement dans cinq cas au moins. Les deux autres cas restant sont particuliers. Les chiffres du secteur « Transportation » sont biaisés par la présence d'une opération exceptionnelle (TRI de 319%) dont la sortie a été effectuée par cession industrielle. Ceux du secteur « Consumer related » le sont aussi avec la présence d'une opération très négative (TRI de -16%) dans la catégorie « Cession à un autre acteur du Private Equity ». En observant le TRI médian qui est de 23%, contre 14% dans le cas d'une cession industrielle, et sachant que les TRI moyens sont très proches pour ce secteur, on se rend compte que la rentabilité est sans doute légèrement supérieure dans ce secteur également pour les cessions à un autre acteur du Private Equity. Enfin, pour le secteur « Industrials », pour lequel nous disposons du plus grand échantillon avec 15 entreprises représentées dont 10 dans la catégorie « Cession industrielle », on observe un net écart de performance. Dans le cas d'une sortie par cession industrielle, le TRI moyen est de 14% et le TRI médian de 12%, contre respectivement 31% et 46% pour les sorties par cession à un deuxième acteur du Private Equity. Toutes ces analyses nous montrent qu'il y a certainement une véritable différence de performance entre les sorties par cession industrielles et les sorties par cession à un autre acteur du capital-investissement.

La deuxième partie du tableau montre que si les investissements qui se terminent par une cession à un deuxième acteur du Private Equity sont généralement plus performants que les investissements qui débouchent sur une cession industrielle, ils restent toutefois loin des performances que nous avons enregistrées pour les investissements dont les fonds sortent par une introduction en Bourse. Notre analyse sur la hiérarchie de performance entre sortie par IPO et sortie par acquisition reste valable même si l'on ne considère que les sorties par cession à un autre acteur du Private Equity.

**Tableau 8 : Les performances pour les sorties par cession industrielle /cession à un autre acteur du Private Equity**

(source : VentureXpert et Thomson One Banker – Deals)

Secteur d'investissement	Cession industrielle		Cession à un autre acteur du Private Equity		IPO	
	TRI moyen	TRI median	TRI moyen	TRI median	TRI moyen	TRI median
Aerospace & Defence			47%	47%		
Communication & Media		21%	111%	23%	231%	204%
Computer Software	-12%	-12%			337%	337%
Construction	25%	25%	36%	36%		
Consumer related	14%	14%	12%	23%		
Food and Beverage	40%	15%				
Healthcare	30%	26%	29%	29%	795%	795%
Industrials	14%	12%	31%	46%	1802%	690%
Internet						
Leisure	12%	12%				
Other	25%	25%				
Real Estate	5%	5%				
Retail	8%	8%	33%	27%		
Transportation	319%	319%	21%	21%		
Utilities	41%	41%				
<b>Total</b>	<b>28%</b>	<b>16%</b>	<b>58%</b>	<b>29%</b>	<b>781%</b>	<b>300%</b>

La conclusion de notre étude empirique rejoint donc la théorie que nous avons exposée en première partie. D'après l'analyse de notre échantillon, et sans tenir compte des limites de notre recherche que nous exposons ultérieurement, il y a bien une hiérarchie de la performance des investissements suivant que la sortie se fait par introduction en Bourse ou par Acquisition. Mieux, il y a même une hiérarchie de performance au sein de la catégorie « Acquisition », entre les cessions industrielles et les cessions financières. Les investissements les plus performants sont ceux dont la sortie se fait par IPO, suivi d'assez loin par les sorties par cession à un acteur du capital-investissement, puis par les cessions industrielles. Cette analyse rejoint l'analyse des durées d'investissement. En effet, dans notre échantillon, les sorties par IPO se font en moyenne au bout de 10 mois seulement, contre 3 ans environ pour les sorties par cession à un acteur du capital-investissement, et 5 ans environ pour les cessions industrielles. Nous pouvons émettre l'hypothèse suivante : les fonds d'investissement tentent en priorité d'introduire en Bourse l'entreprise qu'ils ont dans leur portefeuille. S'ils n'y parviennent pas, parce qu'ils ne perçoivent pas de fenêtre d'introduction favorable sur le marché, ou parce que le marché n'est pas assez réceptif, ils tentent de revendre leur participation à un autre acteur du capital-investissement, qui sera prêt à payer plus cher qu'un acteur industriel, qui s'appuie sur des éléments purement économiques et industriels pour faire son offre, et ne participe généralement pas aux bulles qui peuvent se créer sur les marchés financiers. Ce scénario semble être confirmé par notre étude empirique. Il faudrait la compléter par une étude plus approfondie qui nécessiterait une base de données plus importante.

## **2. Calcul des performances relatives des investissements, ou « Excess return »**

Les résultats sur lesquels nous aboutissons sont cependant biaisés par une donnée fondamentale. Les investissements que nous considérons dans notre échantillon ne correspondent pas aux mêmes périodes d'investissement. Nos résultats ne tiennent pas compte de la conjoncture économique lors des investissements. Hors cela peut biaiser significativement les résultats, d'autant plus que la majorité des investissements de notre échantillon « IPO » ont été effectué



avant l'an 2000, en période de bonne santé des marchés financiers, alors que la majorité de notre échantillon « Acquisition » a été effectuée entre 2000 et 2006, une période moins positive pour les marchés financiers. La solution est donc de calculer la performance relative de chaque investissement, c'est à dire de calculer la performance par rapport à un indice de référence représentant au mieux la conjoncture économique. De nombreux indices sont disponibles. Hege, Palomino et Schwienbacher (2006) utilisent l'indice MSCI Europe. Les données pour cet indice ne couvrent pas la période totale de notre étude, nous avons donc utilisé un autre indice, le FTSE Eurotop 100 qui regroupe les 100 premières capitalisations européennes. Cet indice est imparfait, car il porte sur des entreprises avec des capitalisations boursières bien supérieures à la taille des entreprises de notre échantillon. De plus, il porte sur des entreprises matures, cotées sur des marchés matures et liquides, ce qui n'est pas le cas des entreprises de notre échantillon. Cependant, il donne une première idée de la conjoncture économique européenne à une date donnée et peut servir de référence pour comparer les performances relatives des investissements à différentes dates. Nous avons obtenu l'historique de l'indice FTSE Eurotop 100 à partir de la base de données Reuters Xtra 3000.

Le tableau 9 fournit les résultats de cette étude et confirme les résultats obtenus précédemment. Avec un « excess return » moyen de 754% et un « excess return » médian de 292%, les investissements débouchant sur des sorties par IPO restent largement plus performants que les investissements concernés par des sorties par acquisition, qui ont un « excess return » moyen de 37% et un « excess return » médian de 16%. Deux observations peuvent être faites en regardant le tableau. Premièrement, les performances relatives des sorties par IPO semblent assez homogènes, à l'exception de deux opérations, et en tous cas très largement positives par rapport à l'indice. Ce n'est pas le cas des performances relatives des investissements concernés par les sorties par acquisition. Deuxièmement, il aurait été intéressant d'avoir davantage de données pour les sorties par IPO sur la période 2000-2004. En effet, on se rend compte que les performances des sorties par acquisition réalisées en 2003 et 2004 sont très bonnes, en partie car ce sont des investissements qui ont débuté aux alentours de l'an 2000, une période où les indices boursiers, dont le FTSE Eurotop 100, étaient au plus haut. L'indice a ensuite chuté très fortement, ce qui a eu pour effet d'améliorer les performances relatives

des sorties par acquisitions sur cette période. Si nous avons eu plus de données pour les sorties par IPO de ces périodes, cela aurait sans doute renforcé la différence entre sorties par IPO et sorties par acquisition.

**Tableau 9 : Performance des investissements par rapport au FTSE Eurotop 100**

(source : Reuters Xtra 3000)

Date de sortie d'investissement	IPO		Acquisition	
	Perf. moy. vs Benchmark	Perf. med. vs Benchmark	Perf. moy. vs Benchmark	Perf. med. vs Benchmark
1994			18%	18%
1995			-9%	-9%
1996	548%	548%		
1997	203%	203%	-4%	-4%
1998	1254%	1254%	29%	29%
1999	177%	177%		
2000	1294%	276%	8%	8%
2001			4%	4%
2002			-3%	-3%
2003			75%	25%
2004			75%	3%
2005	192%	192%	22%	24%
2006			14%	15%
<b>Total</b>	<b>754%</b>	<b>292%</b>	<b>37%</b>	<b>16%</b>

### 3. Limites de la recherche

La recherche que nous avons effectuée contient plusieurs éléments qui peuvent biaiser nos conclusions.

Le premier et principal critère à même de limiter la qualité de nos conclusions est le manque de données disponibles sur VentureXpert et les bases de données sur le capital-investissement en général. Comme nous l'avons souligné en fin de première partie (voir page 13 et 14), l'échantillon des investissements pour lesquels nous parvenons à rassembler suffisamment d'information est très restreint. C'est d'autant plus vrai pour les investissements concernés par des sorties par IPO. Dans le cadre d'une comparaison entre les rentabilités des investissements débouchant sur des IPO ou sur des acquisitions, le déséquilibre dans les tailles des deux échantillons nous semble être une limite évidente à notre étude. Il aurait été

intéressant d'avoir un nombre plus important de cas de sorties par IPO, pour voir si ceux-ci concernent toujours des investissements aussi rentables. En effet, il faut garder à l'esprit que le reporting sur les bases de données se fait sur la base du volontariat, ce qui laisse penser que seul les chiffres des investissements les plus rentables sont communiqués par les fonds d'investissement. Un petit échantillon renforce le problème du biais dû à la sélection des données.

Le manque de données facilement accessibles nous a également amené à une méthode de recherche qui a pu biaiser les résultats. Pour obtenir des informations sur les opérations de capital-investissement, la base de données Thomson One Banker - Deals demande de rentrer le nom des fonds d'investissement sur lesquels porte l'étude. J'ai sélectionné 20 fonds d'investissement, les plus connus et les plus actifs en Europe. Cette sélection a pu biaiser les résultats. En effet, les fonds les plus connus ont peut être des performances différentes de l'ensemble de la profession suivant le mode de sortie. On peut par exemple penser que des fonds réputés ont plus de facilité à convaincre les marchés financiers de participer à une introduction en Bourse. La confiance que peuvent avoir les analystes financiers dans certains fonds réputés (comme 3i Group, Blackstone, etc...) les incite peut être à payer plus cher pour une entreprise que ces fonds introduisent en Bourse. Cette hypothèse devrait faire l'objet d'une étude supplémentaire qui sort de notre sujet.

Un autre élément qui découle du manque d'information disponible et qui biaise les résultats est la simplicité du calcul de la performance. Un nombre de plus en plus important d'études paraît sur la problématique du calcul de la performance dans les opérations de capital-investissement. Cochrane (2003) et Das, Jagannathan et Sarin (2003) prennent par exemple en compte le risque de l'investissement dans le calcul de la performance. Ils prennent appui sur les statistiques de faillite suivant l'ancienneté de l'entreprise pour calculer une rentabilité attendue sur l'investissement. La performance doit se calculer en fonction du risque. Dans notre étude, le manque de données sur les faillites suivant les secteurs, ou suivant l'année d'investissement, nous empêche de prendre en compte ce facteur, ce qui limite en partie la portée de nos conclusions.

En ce qui concerne notre analyse de la performance relativement à un benchmark, deux limites principales peuvent être mises en avant. D'une part, la qualité de l'indice devrait être vérifiée, notamment en raison des différences entre les cibles concernées. Comme nous l'avons souligné précédemment, l'indice FTSE Eurotop 100 regroupe des entreprises matures, de taille beaucoup plus importante que les entreprises de notre échantillon, cotées et très liquides, ce qui n'est pas le cas de notre échantillon. D'autre part, le manque de données notamment pour les entreprises concernées par des sorties par IPO nous amène à ne pas tenir compte de période moroses pour l'économie (2001-2003 notamment) dans le calcul des performances relatives moyennes. Les chiffres obtenus pour la catégories « Acquisition » sont artificiellement augmentés par la présence de résultats pour les investissements de cette période. La différence de performance entre les sorties par IPO et les sorties par Acquisition aurait sans doute été plus importante si nous avions disposé de plus d'information. Cela ne fait que nous conforter dans notre conclusion, mais il faudrait vérifier avec une étude plus complète.

#### **4. Comparaison avec les Etats Unis à partir de recherches disponibles**

La comparaison de nos résultats avec les recherches effectuées pour les Etats Unis est très intéressante. Hege, Palomino et Schwienbacher (2006) comparent les performances des investissements concernés par les sorties par IPO et ceux concernés par les sorties par Acquisition aux Etats Unis et en Europe. Leur étude porte sur 234 entreprises dont l'investissement a pris fin entre 1997 et 2005. Pour les Etats Unis, ils trouvent un TRI moyen de 404%, avec un TRI médian de 162% pour les sorties par IPO, contre respectivement 156% et -2,6% pour les sorties par acquisition. Pour l'Europe, les TRI sont respectivement 1370% (moyen) et 159% (médian) pour les sorties par IPO, et -12,4% (moyen) et -30,4% (médian) pour les sorties par acquisition. Nous pouvons tirer deux observations de la comparaison avec cette étude. D'une part, en Europe, la conclusion de notre étude se rapproche de celle de Hege, Palomino et Schwienbacher (2006), même si la différence de performance pour leur échantillon est plus marquée que celle de notre échantillon. Deuxièmement, la comparaison avec les performances calculées pour

les investissements aux Etats Unis nous montre une différence beaucoup moins marquée entre sorties par IPO et sorties par Acquisition. Les chiffres sont beaucoup plus nombreux pour les investissements aux Etats Unis, notamment pour les sorties par IPO. La sélection des opérations est moins sévère, ce qui donne accès à des opérations moins positives. Cela nous laisse penser que la taille de notre échantillon pour les sorties par IPO en Europe a bien un impact positif sur la performance que nous calculons. Avec un échantillon plus large pour les sorties par IPO, les différences de performances entre les opérations débouchant sur une sortie par IPO et celles débouchant sur une sortie par acquisition seraient sans doute moins importantes.

Das, Jagannathan et Sarin (2003) comparent également les performances entre sorties par IPO et sorties par acquisition aux Etats Unis, mais sur une période plus importante, de 1980 à 2000. Leur conclusion est semblable, et ce quel que soit le stade de l'investissement. Par exemple, les investisseurs gagnent en moyenne 21 fois leur mise lors des sorties par IPO pour les entreprises en « early-stage » au moment de l'entrée dans l'investissement, contre 10,2 fois pour les sorties par Acquisition. Une fois corrigées du risque des investissements, les conclusions sont les mêmes.

## Conclusion

Ce mémoire de recherche présente une étude comparative de la performance des investissements des fonds de capital-investissement suivant que la sortie d'investissement se fait par introduction en Bourse (IPO) ou par acquisition (cession industrielle, ou cession à un autre acteur du capital-investissement), et couvre la période 1990-2006. Nous avons extrait des bases de données VentureXpert et Thomson One Banker – Deals un échantillon de 66 entreprises, 11 étant concernées par des introductions en Bourse, et 55 par des acquisitions. A partir de cet échantillon, et comme la théorie nous le laissais anticiper, nous trouvons une hiérarchie nette entre IPO et acquisition. Les sorties par IPO concernent des investissements qui sont en moyenne beaucoup plus rentables que les investissements concernés par des sorties par acquisition, et ce quel que soit l'année d'investissement ou le secteur. La comparaison avec un benchmark renforce ce résultat. Par ailleurs, au sein de la catégorie « Sortie par Acquisition », nous trouvons des différences de performance entre cession industrielle et cession à un autre acteur du capital-investissement. La première catégorie concerne des investissements en moyenne moins performants que la seconde. Pour conclure, nous pouvons dire que notre étude empirique confirme les hypothèses que nous avons émises en première partie, après étude de la recherche théorique disponible sur le sujet.

## Bibliographie

- Black B. et Gilson R. (1998), « Venture Capital and the Structure of Capital Markets : Banks versus Stock Markets », *Journal of Financial Economics* 47, 243-277
- Cochrane J. (2003), « The Risk and Return of Venture Capital », *Journal of Financial Economics* 75, 3-52
- Das S., Jagannathan M. et Sarin A. (2002), « The Private Equity Discount : An Empirical Examination of the Exit of Venture Backed Companies », Santa Clara University
- Delage B. (2005), « Comment réussir sa cession industrielle », *Horizon Croissance* 1, 34-43
- Emory (1994), « The Value of Marketability as Illustrated in Initial Public Offerings of Common Stock – February 1992 through July 1993 ». *Business Valuation Review*, March, 3-7
- Gompers P. (1995) « Optimal Investment, Monitoring, and Staging of Venture Capital », *Journal of Finance* 50, 1461-1489
- Hege U., Palomino et Schwenbacher (2006), « Venture Capital Performance in Europe and the United States : A Comparative Analysis »
- Hertzfel, M. et Smith RL (1993), « Market Discounts and Shareholders Gains for Placing Equity Privately ». *Journal of Finance* XLVIII 459-485
- Ibbotson R.G. (1975), « Price Performance of Common Stock New Issues », *Journal of Financial Economics* 2, 235-272
- Jenkinson T. et Ljungqvist A., Going public, The Theory and evidence on how companies raise Equity Finance (2001)
- Jenkinson T. (1990), « Initial Public Offerings in the United Kingdom, the United States and Japan », *Journal of the Japanese and International Economies* 4, 428-449
- Jones C. et Rhodes-Kropf M. (2004), « The Price of Diversifiable Risk in Venture Capital and Private Equity ».
- Kaplan S. et Schoar A. (2005), « Private Equity Performance : Returns, Persistence and Capital Flows », *Journal of Finance* IX 1791-1823

- Koeplin J., Sarin A. et Shapiro A. (2000), « The Private Company Discount ». *Journal of Applied Corporate Finance* Winter, 94-101.
- Ljunqvist et Richardson (2003), « The Cash Flow, Return and Risk Characteristics of Private Equity », NYU Stern
- Moskowitz T. et Vissing-Jorgensen A. (2001), « The Private Equity Premium Puzzle ». Working paper, Graduate School of Business, University of Chicago
- Rock K. (1986), « Why News Issues Are Underpriced », *Journal of Finance Economics* 15, 187-212