

# Investir (ou non) en placements privés?

**Richard Guay**, Ph.D., CFA, FRM

Professeur titulaire en finance, ESG UQAM

Chaire CDPQ en gestion de portefeuille

CIRANO

Montréal, Québec

Présentation à la conférence de l'IGOPP de novembre 2014

# Le TRI des Placements privés

La **moyenne** des TRI versus le S&P500 (par cuvée depuis 1984)

- 3,4 % de plus que l'indice S&P500 pour le LBO;
- 5,3 % de plus que l'indice S&P500 pour le VC.

Source: Harris, Jenkinson & Kaplan (2014) *Private Equity Performance: What do we Know?*  
Journal of Finance, volume LXIX no. 5, October 2014. Tiré de la «Table 3» et avec une durée de vie moyenne des fonds de placements privés de 6 années.

# Danger #1 du TRI

... la moyenne des TRI est une mesure de performance inappropriée

La moyenne des TRI des deux fonds est de 25% ( $= (50\% + 0\%)/2$ ). Pourtant, le TRI agrégé, une meilleure mesure de rendement, est à seulement 6,7%. Le TRI agrégé et le TRI médian sont de meilleures mesures de performance.

Année	Fonds 50 Flux \$	Fonds Zero Flux \$	Fonds agrégés Flux \$
2005	-10 000 \$	-10 000 \$	-20 000 \$
2006	15 000 \$	0 \$	15 000 \$
2007	0 \$	0 \$	0 \$
2008	0 \$	0 \$	0 \$
2009	0 \$	0 \$	0 \$
2010	0 \$	0 \$	0 \$
2011	0 \$	0 \$	0 \$
2012	0 \$	0 \$	0 \$
2013	5 \$	10 000 \$	10 005 \$
<b>TRI</b>	<b>50%</b>	<b>0%</b>	<b>6,7%</b>

# Le TRI des Placements privés

La **moyenne** des TRI versus le S&P500 par cuvée

- 3,4 % de plus que l'indice S&P500 pour le B/O;
- 5,3 % de plus que l'indice S&P500 pour le VC.

Le TRI **médian** versus le S&P500 par cuvée

- 2,5 % de plus que l'indice S&P500 pour le LBO;
- 0,3 % de plus que l'indice S&P500 pour le VC.

Source: Harris, Jenkinson & Kaplan (2014) ***Private Equity Performance: What do we Know?***  
Journal of Finance, volume LXIX no. 5, October 2014. Tiré de la «Table 3» et avec une durée de vie moyenne des fonds de placements privés de 6 années.

# Danger #2 du TRI

... inappropriée s'il y a des flux négatifs à la fin

Fonds «Négatif-\$Fin»			
Année	Investissements	Distribution	Net
2004	-1 000 \$	0 \$	-1 000 \$
2005	-1 000 \$	0 \$	-1 000 \$
2006	-1 000 \$	0 \$	-1 000 \$
2007	-1 000 \$	5 000 \$	4 000 \$
2008	-1 000 \$	5 000 \$	4 000 \$
2009	-1 000 \$	40 \$	-960 \$
2010	-1 000 \$	40 \$	-960 \$
2011	-1 000 \$	40 \$	-960 \$
2012	-1 000 \$	40 \$	-960 \$
2013	-1 000 \$	40 \$	-960 \$
<b>TRI</b>	<b>-10 000 \$</b>	<b>10 200 \$</b>	<b>31,4%</b>
<b>TRIM(0%)</b>			<b>0,3%</b>
<b>Multiple D/I</b>			<b>1,02</b>

Le **TRIM** ou le **Multiple D/I** du Fonds «Négatif-\$Fin» est plus approprié pour mesurer la performance mais ce calcul est souvent non disponible.

# Danger #3 du TRI

... une mesure de performance qui ignore la taille

Année	Fonds BigTRI	Fonds Big\$
	Flux \$	Flux \$
2005	-5 \$	-10 000 000 \$
2006	10 \$	0 \$
2007	0 \$	0 \$
2008	0 \$	0 \$
2009	0 \$	0 \$
2010	0 \$	0 \$
2011	0 \$	0 \$
2012	0 \$	0 \$
2013	1 \$	30 000 000 \$
<b>TRI</b>	<b>100,2%</b>	<b>14,7%</b>

Je préfère le fonds Big\$ avec son TRI de «seulement» 14,7%!

Toutes les mesures de performance en % font face à ce problème. Pour les placements privés c'est plus problématique puisque c'est le gestionnaire qui décide du moment et du montants des \$ à investir (et non le client-investisseur).

# La diversification des placements privés

## La diversification et la prime de liquidité

«Private equity has traditionally been thought to provide diversification benefits. However, these benefits may be lower than anticipated ...»

«In a four-factor model, the inclusion of this liquidity risk premium reduces the alpha to zero»

Source: Franzoni, Nowak & Phalippou (2012) ***Private Equity Performance and Liquidity Risk***  
Journal of Finance, volume LXVII no. 6, December 2012. Le modèle à 4 facteurs inclut (1) le beta,  
(2) le ratio de valeur B/M, (3) la taille de la firme et (4) sa liquidité.

# Les Placements privés

et comment obtenir un effet diversification apparemment élevé?

Considérons d'investir dans la firme «TSX Privé» pour **apparemment** améliorer la diversification du portefeuille ...

Mois	Valeur		Rendement	
	Indice TSX	«TSX Privé»	Indice TSX	«TSX Privé»
	1 000	1 000		
1	1 050	1 000	5,0%	0,0%
2	945	1 000	-10,0%	0,0%
<b>3</b>	<b>1 040</b>	<b>1 040</b>	10,0%	4,0%
4	1 081	1 040	4,0%	0,0%
5	1 178	1 040	9,0%	0,0%
<b>6</b>	<b>1 190</b>	<b>1 190</b>	1,0%	14,5%



# Les Placements privés

et comment obtenir un effet diversification apparemment élevé?

La firme «TSX privé» a une faible corrélation même avec le TSX!  
C'est une fausse impression de diversification.

	Corrélations		Ecart Type (annualisé)
	TSX	TSX privé	$\sigma$
Obligations LT	21%	6%	9%
TSX	100%	29%	16%
TSX privé	29%	100%	17%
S&P500 CAD	77%	20%	15%
EAFE CAD	61%	25%	17%

NOTE: calculs effectués avec 44 ans et 9 mois de données mensuelles (de janvier 1970 à septembre 2014). L'écart type annualisé est l'écart type mensuel multiplié par 12<sup>5</sup>.

# Les Placements privés

et comment obtenir un effet diversification apparemment élevé?

La firme «TSX privé» domine dans l'optimisation même si elle n'apporte **aucune réelle diversification** et **aucune prime de liquidité**.

	Optimisation de Portefeuille			
			<i>Poids Optimal pour ER=6%</i>	
	ER	$\sigma$	Sans «TSX privé»	Avec «TSX privé»
Obligations QC 10+	3,5%	9%	29%	29%
TSX	7,0%	16%	19%	5%
TSX privé	7,0%	17%	<b>0%</b>	<b>29%</b>
S&P500 CAD	7,0%	15%	31%	26%
EAFE CAD	7,0%	17%	21%	11%
<b>ER Portefeuille</b>	<b>6,0%</b>		<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b><math>\sigma</math> Portefeuille</b>			<b>11,1%</b>	<b>9,6%</b>

NOTE: le rendement prévu sur les obligations à long terme correspond au rendement à l'échéance des obligations du Québec de plus de 10 ans de novembre 2014. La prime de risque sur le TSX à 3,5% correspond à la mesure de Credit Suisse Global Investment Returns (2012) pour le Canada de 1900 à 2011. Le rendement prévu sur les autres marchés boursiers a été imposé au même niveau que celui du Canada pour mettre en évidence l'impact de la faible corrélation apparente du TSX privé sur le poids optimal.

# Les placements privés

et les primes de «Petite Taille» et de «Valeur»

## Les primes liés à la Petite Taille à l'effet Valeur ou le choix de l'indice : Russell 2000 Value

Le TRI **médian** des placements privés versus le Russell 2000 Value par cuvée

- 1,8 % de plus que l'indice R2000 le LBO;
- **0,2 % de moins** que l'indice R2000 pour le VC. **OUPS!**

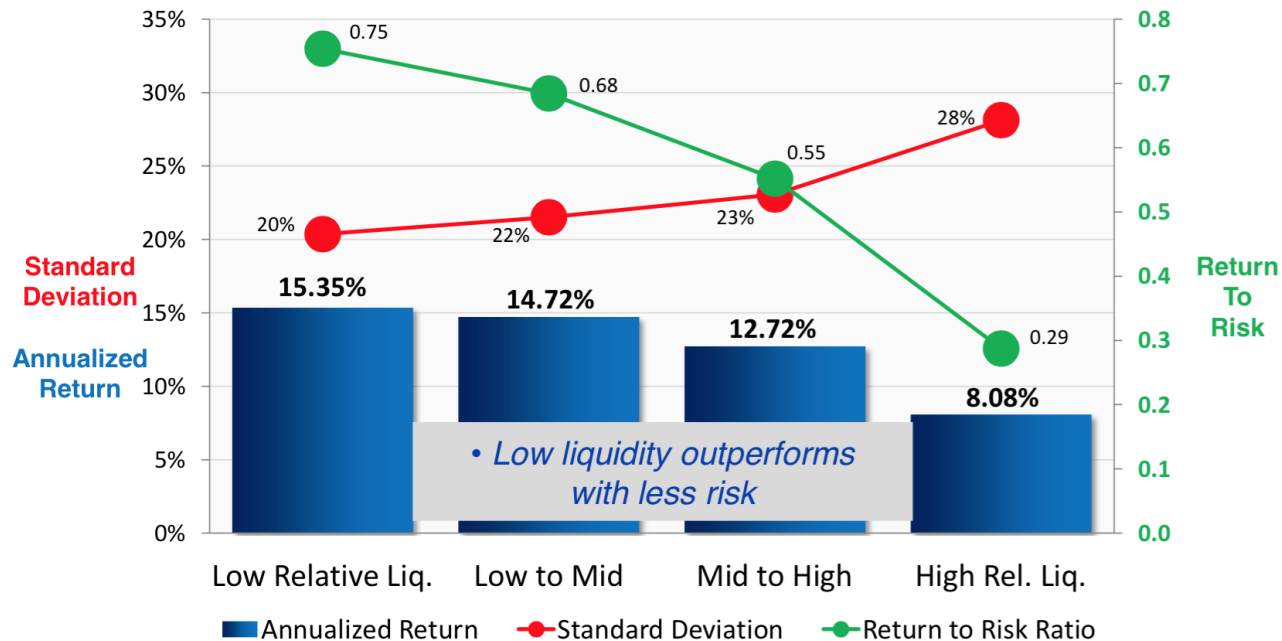
L'effet valeur (B/M faible) et l'effet des firmes de plus petite taille au sein de l'indice Russell 2000 Value réduit la valeur ajoutée du LBO médian à 1,8% et élimine complètement celle du VC médian.

Source: Harris, Jenkinson & Kaplan (2014) *Private Equity Performance: What do we Know?* Journal of Finance, volume LXIX no. 5, October 2014. Tiré de la «Table 4» et avec une durée de vie moyenne des fonds de placements privés de 6 années.

# La prime de liquidité

Faible liquidité = rendement plus élevé avec moins de volatilité

## Liquidity Quartile Portfolios 1972-2013



Source: Ibbotson & Kim, 2014 Update, "Liquidity as an Investment Style" [Ibbotson, Chen, Kim & Hu, FAJ 2013.]

# La prime de liquidité

de 2,6% au sein des firmes en bourse et de grande taille

## Size vs. Liquidity

1972-2013

			Liquidity				Liquidity Premium
			Low		High		
			1	2	3	4	
Size	Micro	1	16.3%	16.9%	11.1%	1.5%	Q1-Q4
	Small	2	15.9%	14.9%	12.6%	6.5%	14.8%
		3	14.3%	14.3%	13.1%	8.7%	9.4%
	Large	4	11.8%	12.3%	11.9%	9.2%	5.6%
Size Premium		Q1-Q4	4.5%	4.7%	-0.8%	-7.7%	2.6%

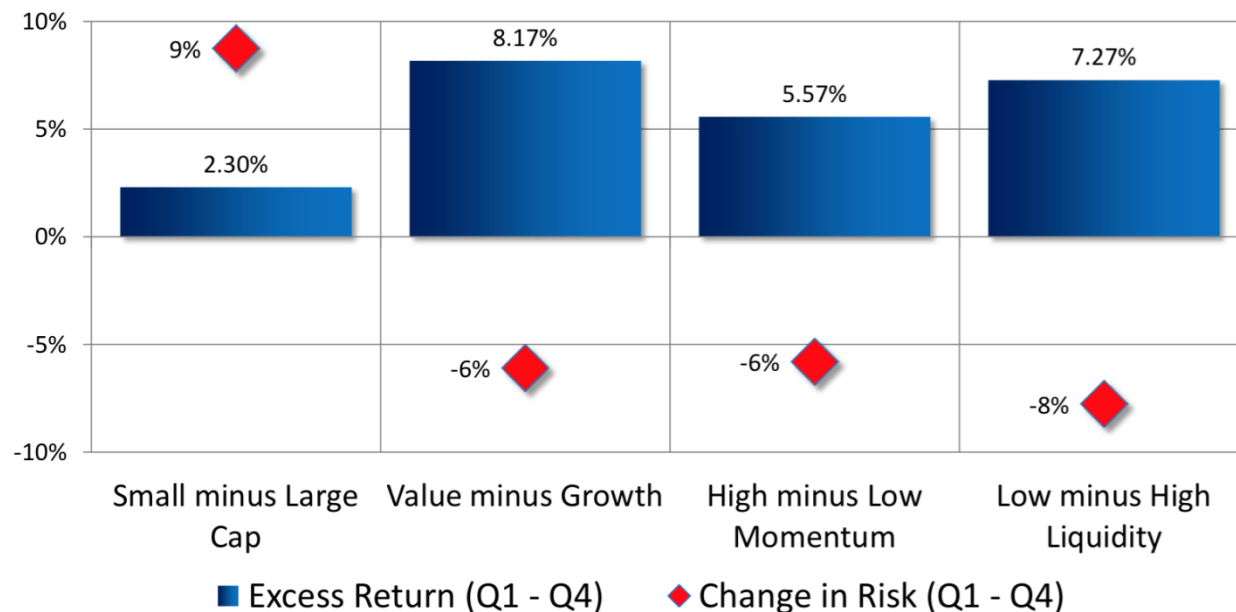
*Within each market cap class, relatively low liquidity outperforms.*

# Vous pouvez améliorer votre rendement visé!

(par l'effet taille, valeur, Momentum et Liquidité)

## Style Premia

1972-2013



Source: Ibbotson & Kim, 2014 Update, "Liquidity as an Investment Style" [Ibbotson, Chen, Kim & Hu, *FAJ* 2013.]

# Conclusion

Sans investir en placements privés, vous pouvez améliorer votre rendement visé à un niveau bien supérieur à celui du rendement médian des LBO.

Comment? En vous exposant aux mêmes facteurs de risque que les LBO:

- Taille : des titres de taille plus petite que la moyenne du S&P500
- Valeur : des titres avec un ratio B/M plus bas que la moyenne du S&P500
- Liquidité : des titres dont le volume est plus faible que la moyenne du S&P500
- Levier financier : augmenter le levier au même niveau que celui des LBO.

Ce rendement peut s'obtenir tout en évitant

- Les frais élevés des placements privés
- Le risque du choix d'un gestionnaire non performant pendant longtemps
- Le risque de liquidité lié aux placements privés

Il sera toutefois difficile d'éviter **d'afficher** une plus forte volatilité des rendements que ceux des placements privés. Les règles comptables ne permettent pas d'appliquer aux titres cotés en bourse les mêmes critères d'évaluation que pour les placements privés (non cotés)....

# Merci

**Richard Guay, Ph.D., CFA, FRM**

Professeur titulaire de l' ESG UQAM et CIRANO,  
Chaire CDPQ en gestion de portefeuille et  
CIRANO