

Le secondaire, accél

Comme tout bien, le private equity dispose d'un marché de l'occasion, le secondaire. Il n'est plus question aujourd'hui de mettre honteusement « les bijoux au clou », mais plutôt de faire des affaires gagnant-gagnant comme sur « Le bon coin ».

LEVÉES EN COURS DE FONDS PANEUROPÉENS

GPs	Fonds	Objectif (M)
Partners Group	Partners Group Secondary 2011	€ 2 000
Vision Capital	Vision Capital Partners VIII *	€ 680
Pinebridge Investments	Pinebridge Secondary Partners III	\$ 500
Fondinvest	Fondinvest IX *	€ 400
Arcis	Arcis V *	€ 350
Unigestion	Unigestion Secondary Opportunity Fund III	€ 300
Idinvest	Idinvest Secondary Fund	€ 250
Nova Capital Management	Nova Capital II	€ 190
Headway	Headway Investment Partners III	€ 150

* Fonds attendus en levée au cours des 12 prochains mois

SOURCES : QUILVEST, PEM

Érateur de liquidité

es volumes de transactions secondaires ont crevé le plafond pour la deuxième année consécutive. Selon Cogent Partners, 2012 a atteint le même niveau que 2011, soit 25 milliards de dollars (21 milliards selon Preqin). En termes de valorisations, le conseil a constaté dans son étude des prix de l'ordre de 84 % de la NAV en buyout et de 70 % de la NAV en venture sur le second semestre 2012. Dans le détail, Cogent souligne qu'en buyout, les fonds

sous-performants des années 2005-2007 s'échangent le plus, alors que les fonds venture sont principalement des véhicules

levés il y a plus de dix ans. Si, depuis le début de l'année, peu de transactions d'envergure se sont conclues, certaines sont néanmoins « dans les tuyaux » : la banque allemande HypoVereinsbank, filiale de l'italien UniCredit, a mis en vente un portefeuille de l'ordre de 600 millions d'euros qui intéresse Coller, AXA Private Equity et AlpInvest. L'assureur italien Generali souhaite, pour sa part, se séparer d'un portefeuille d'actifs de private equity valorisé environ 500 millions d'euros. L'assureur avait par ailleurs déjà cédé un lot de parts de fonds de 400 millions de dollars à Lexington en juin 2012. AXA PE a également signé des transactions en toute discrétion depuis le début de l'année, et a notamment acheté un portefeuille de 650 millions

de dollars et un autre de 350 millions de dollars. « En 2013, nous avons déjà cinq transactions signées ou en cours pour 1,6 milliard de dollars, confirme Benoît Verbrugghe, membre du Directoire d'AXA Private Equity et directeur du bureau de New York. Concernant nos récentes transactions, un tiers provient d'institutionnels qui cèdent pour des raisons de réglementation et deux tiers de LPs gérant activement leur portefeuille, ce qui n'est plus tabou », ajoute-t-il. Et en matière de délestage pour se conformer à Solvency II, il faut noter l'exemple récent des filiales de private equity de Groupama. L'assureur a vendu les sociétés de gestion de son fonds de fonds Quartilium et d'ActoMezz à ACG PE, mais sans rachat des parts de ●●



LOOKING FOR A WAY TO OPTIMIZE YOUR PRIVATE EQUITY PERFORMANCE ?

The secondary market offers you a way to actively manage your portfolio.

Since 1993 Fondinvest Capital has been delivering customized solutions to a broad range of investors in the asset class. We ensure full confidentiality through the entire process and are viewed as a preferred substitute limited partner by general partners.

With 20 years of experience and over 150 transactions completed, we have the appropriate tools to help you optimize your private equity performance.

- Secondaries Funds
- Primary Funds of Funds
- Separate Accounts

FONDINVEST
Capital

Creating your private equity performance

••• fonds détenues par l'assureur. Alors qu'Ekkio (anciennement Acto Capital) a, lui, pris simultanément son indépendance de Groupama avec une transaction secondaire sur son portefeuille menée par l'attelage Luxempart-Five Arrows.

LES LEVÉES ONT MIS LES BOUCHÉES DOUBLES. En toute logique, la taille des fonds dédiés au secondaire augmente proportionnellement à l'intensité des transactions. Les véhicules des gros joueurs atteignent en effet, ces derniers temps, des montants gigantesques : en 2012, AXA PE a recueilli 7,1 milliards de dollars, et comme ce véhicule est déjà investi à 75 %, un successeur ne saurait tarder. Coller s'est contenté de 5,5 milliards de dollars, et en a déjà investi 50 % ; il devrait donc partir en levée après AXA PE. Or, d'autres acteurs plus petits se montrent aussi actifs, notamment en Europe. L'équipe de Mireille Klitting, Five Arrows Secondary Opportunities, a par exemple réalisé un closing final à 259 millions d'euros en juillet 2012 : « Le fonds est investi à 50 %, et compte 80 sociétés, recense la dirigeante. Nous investissons principalement sous l'angle des portefeuilles en direct, comme pour l'opération avec Acto Capital ou la reprise du portefeuille de private equity de la banque KBC. Ce fut aussi le cas avec 17 sociétés du portefeuille de Naxicap », précise-t-elle. D'autres GPs sont par ailleurs en levée ou en passe de l'être. « Nous sommes en cours de levée d'un fonds secondaire qui s'approche déjà des 175 millions d'euros sur un objectif final de l'ordre de 200 à 250 millions, détaille Christophe Bavière, président du directoire d'Idinvest Partners. Nous percevons un bon accueil pour ce segment du "lower end" du secondaire, soit des opérations entre 5 et 25 millions d'euros, car il est devenu pour nos LPs une composante clé de leur d'allocation. » Fondinvest compte lancer Fondinvest X avec un objectif de 400 millions d'euros d'engagements :

« Notre stratégie reste identique à celle déployée depuis 1995, avec des tickets actuels d'une taille moyenne de 8 millions d'euros, en très grande majorité dans des parts de fonds européens, explique son président-directeur général, Charles Soullignac. Nous ciblons des engagements dans des véhicules appelés à plus de 65 %, en buyout et capital développement. » Quant à Committed Advisors, le gérant aura fini d'investir son first time fund de 257 millions d'euros, levé en 2011, à la fin de l'été 2013 : « Nous aurons alors réalisé autour de 25 transactions portant principalement sur des actifs appelés à plus de 80 %, et nous envisageons en conséquence de relever un véhicule qui devrait être un peu plus important », se réjouit Daniel Benin, fondateur et managing partner du fonds.

UNE SECONDE CHANCE POUR LES ASSOUPIÉS ? Parmi les nouveautés notables, celle du rachat de fonds en fin de vie apparaît prometteuse pour les prochaines années. « La nouvelle tendance dans le secondaire est celle de la restructuration de fonds pour les GPs qui ont des difficultés à

« En structuration, l'innovation est stimulée par la rareté des sorties et les exigences de liquidité des investisseurs. »

François Roux, fondateur, Roux Capital



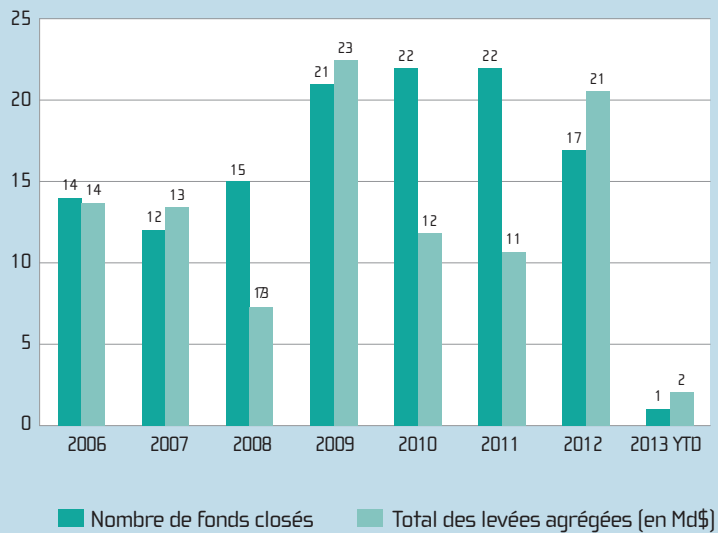
relever mais détiennent toujours des actifs de qualité, a remarqué François Roux, de Roux Capital, conseil en transactions secondaires. Ils gardent la confiance des LPs existants, mais invitent un acteur du secondaire à renforcer le dispositif en montant un « top-up fund » ou un « annex fund ». Je crois beaucoup à cette fusion primaire-secondaire de restructuration, qui permet aux fonds méritants d'assumer un passage à vide dans l'attente de jours meilleurs », affirme-t-il. Ce mécanisme peut se réaliser avec l'octroi d'un retour précipitaire au fonds secondaire, qui engrange en priorité le cash des sorties jusqu'à un TRI ou un multiple prédéfini. « Nous voyons également des cas complexes de restructurations de fonds, confirme François Aguerre, chez Coller Capital. Un fonds midmarket en fin de vie peut représenter un deal de 500 millions d'euros, voire plus, et peut être racheté par des acteurs tels que nous, avec tout ou partie de l'équipe en place, voire une greffe au sein d'une autre équipe. Dans ce cas, il faut revoir le règlement. Généralement, il est préférable que cette action soit à l'initiative des GPs. » Même intérêt chez Idinvest : « Nous ne ciblons pas ceux •••

ET LE e-SECONDAIRE ?

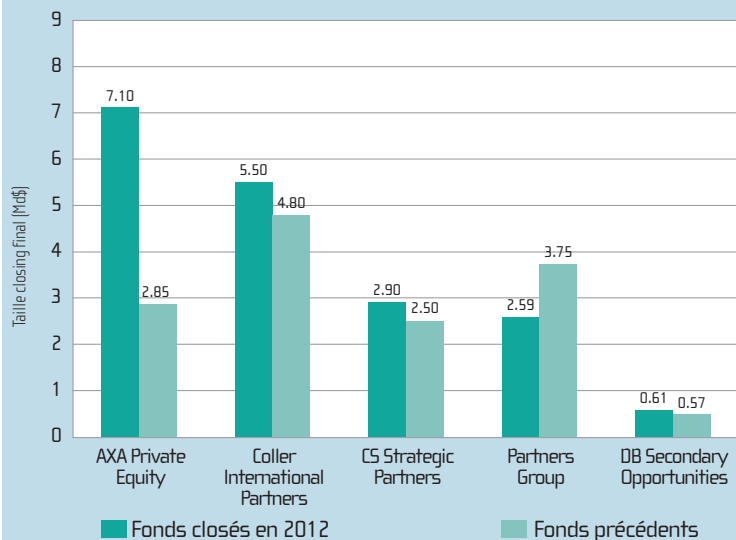
Certaines plates-formes électroniques ont vu le jour avec l'idée de dématérialiser les échanges en secondaire. Secondcap, entre autres, s'est lancé en 2010, avec comme CEO François Gamblin, ex-partner de Fondinvest. Secondcap a mis en ligne sa plate-forme d'échanges SecondaryNet en 2011, en mettant en avant son aspect économique en coûts de transaction et en délais d'exécution. Cependant, la plupart des acteurs interrogés ne se sentent pas vraiment concernés par ce type d'outils, comme Idinvest : « Nous privilégions le deal flow propriétaire et les fonds peu connus, car notre capacité à faire rapidement un prix y est décisive, indique Christophe Bavière. Or ce sont surtout des deals « plain vanilla » qui se retrouvent sur les plates-

formes. » Il est rejoint par François Roux, qui estime que « les fonds que tout le monde trade en permanence, généralement de bonne taille, notoriété et performance, peuvent se retrouver dans ces systèmes, pour des transactions standardisées. Mais ces plates-formes de trading ne peuvent pas remplacer les intermédiaires pour les deals moins évidents, qui représentent encore l'essentiel du marché. » Pourtant, Daniel Benin, de Committed Advisors, développe un point de vue différent : « Notre métier repose sur l'exploitation de l'information. Or les plates-formes en sont une source, même sans conclusion de deals. Nous perdons le plus souvent les enchères, mais cela nous permet néanmoins d'affiner notre analyse pour les prochaines opportunités, online ou offline. »

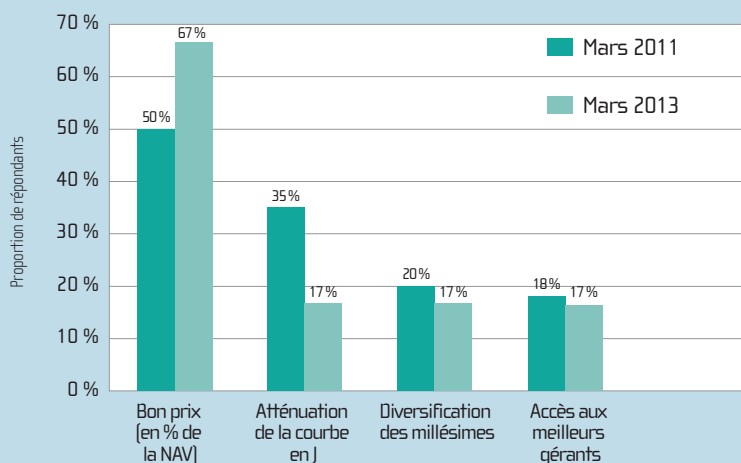
LEVÉES ANNUELLES EN SECONDAIRE 2006-2013 (AU 31/03/13)



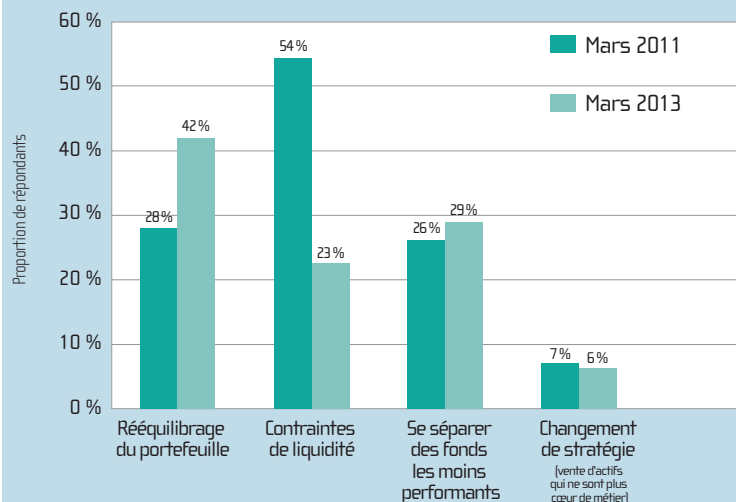
LES 5 PLUS GROS FONDS CLOSÉS EN 2012 TAILLE ACTUELLE COMPARÉE À CELLE DU VÉHICULE PRÉCÉDENT



OPINION DES LPs SUR LES BÉNÉFICES LES PLUS IMPORTANTS DE L'ACHAT DE PARTS DE FONDS EN SECONDAIRE



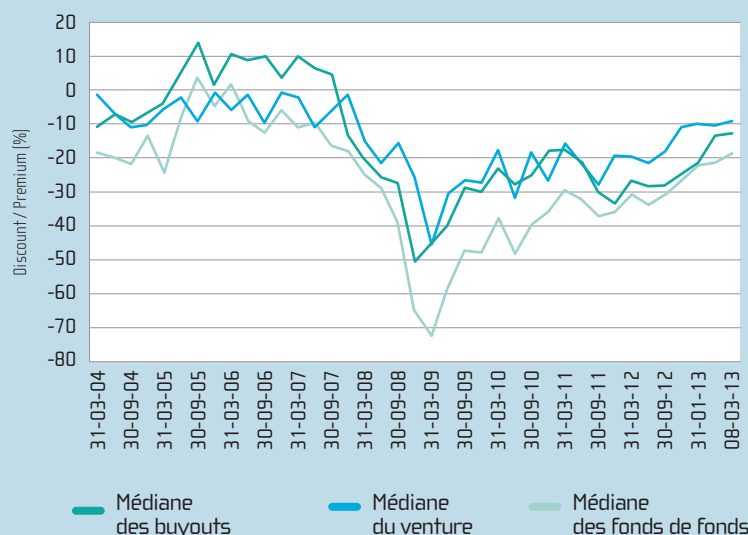
MOTIVATION DES INVESTISSEURS POUR CÉDER DES PARTS DE FONDS EN SECONDAIRE



LE MARCHÉ DU SECONDAIRE EN CHIFFRES

Activité, acteurs, fondamentaux et prix

DÉCOTE OU PRIME SUR LA VALEUR NETTE DES ACTIFS PAR TYPE DE FONDS 2004-2013 (AU 31/03/13)



« Pour la première fois, il y a un historique suffisant pour différencier les acteurs du secondaire, car la plupart ont débuté cette activité dans les années 2000. »

François Aguerre, partner, Coller Capital



DE LA CRÉATIVITÉ DANS L'INGÉNIERIE.

L'appréciation des gérants, la capacité d'analyse des sous-jacents et, in fine, la justesse du prix proposé constituent les talents nécessaires pour réussir en secondaire. Sans forcément courir après les discounts : « Notre analyse des investissements passés et totalement liquidés montre l'absence de corrélation entre décote et performance », indique Charles Soullignac chez Fondinvest. Ajoutez une pincée de structuration judicieuse, et vous obtenez un produit qui peut dépasser les performances du direct sans l'inconvénient de la courbe en J. « Nous avons vu beaucoup de solutions comportant un paiement différé, constatent Mireille Klitting et Benoît-Olivier Boureau chez Five Arrows. Il s'agit de jouer sur les possibilités de l'ingénierie financière pour s'adapter aux demandes du vendeur. Ce qui fait du secondaire un métier très créatif ! » Concernant le recours au levier, il y a plusieurs écoles. « Sur le marché très concurrentiel des grosses transactions, le levier est souvent utilisé pour booster la performance, mais pas sur le nôtre, estime Christophe Bavière. Nous sommes plus dans l'optique de négocier pour faire baisser les prix. » Il est rejoint sur ce point par Daniel Benin : « Nos structururations nous permettent de ne pas perdre notre mise, même dans les cas extrêmes. Nous n'utilisons pas de levier car la volatilité reste tout de même palpable sur le marché. Nous sommes à l'écoute du vendeur, en utilisant plutôt des mécanismes d'ajustement du prix ou de dilution ultérieure. » Toutefois, pour certaines transactions en large cap, AXA PE parvient à une analyse différente. « Quand l'opportunité fait sens, qu'il y a une bonne maturité du sous-jacent et que ces derniers ne sont pas trop endettés, nous pouvons lever un deal, estime Benoît Verbrugge. Nous sommes satisfaits d'avoir utilisé ces financements pour optimiser l'argent mis au travail, cela fait partie de notre stra-

... qui sont complètement « zombies », mais des GPs en restructuration dont le fonds a besoin d'être fluidifié afin de laisser du temps pour valoriser les sorties, décrit Christophe Bavière. Il s'agit de redonner de l'air et un horizon aux participations, avec une opération qui crée de la valeur ajoutée pour nos LPs. » Five Arrows se montre également intéressé : « Nous aimons les choses compliquées, sourit Mireille Klitting. Dans ce cas, il faut évaluer le portefeuille. L'équipe peut également s'appuyer sur les expertises sectorielles développées par les 600 banquiers d'affaires du groupe Rothschild, ainsi que sur l'équipe de GPs en place ou nouvelle. Il faut alors rebâtir l'écosystème du fonds, les contrats des GPs et leur incentive, voire redécouper le portefeuille. » En revanche, chez AXA PE, ce type de deal n'est pas favorisé. « Nous avons eu le cas côté vendeur, en tant que souscripteur d'un fonds, se souvient Benoît Verbrugge. Il faut se poser la question de ce qui peut changer dans l'équipe par rapport aux dix années précédentes ; donc, si un acteur du secondaire soutient ces GPs, il doit bien calculer son risque. »

tégie, sans être systématique. Nos retours démontrent que cela s'est révélé judicieux. » En effet, plus le marché devient mature, plus la structuration devient sophistiquée, selon François Roux : « L'innovation est stimulée par la rareté des sorties et les exigences de liquidité des investisseurs. Les montages deviennent complexes : les opérations de titrisation ont laissé la place à des solutions innovantes et plus robustes qui liquéfient une partie du patrimoine des LPs sans cession et leur laisse une bonne partie de l'upside. »

DU MOUVEMENT DANS LES ÉQUIPES. Imaginer de nouvelles solutions découle de la nécessité de se démarquer dans un marché où certains segments deviennent très disputés. « Pour la première fois, il y a un historique suffisant pour différencier les acteurs du secondaire, car la plupart ont débuté cette activité dans les années 2000, retrace François Aguerre, chez Coller. Auparavant, les LPs achetaient davantage un « produit » secondaire sans différencier les équipes, ce qui n'est plus le cas, les investisseurs ont à présent le recul nécessaire pour sélectionner les équipes, si bien que certaines peineront sans doute à lever un nouveau fonds. » Ou du moins, leveront des montants moins importants. PineBridge Investment a ainsi, en juin 2013, considérablement abaissé l'objectif de son troisième véhicule de 1,3 milliard de dollars à 500 millions. L'équipe a d'ailleurs récemment perdu deux de ses investisseurs, Harvey Lambert et Kennon Koay. D'autres, comme Paul Capital, ont également à déplorer le départ de gérants ces derniers mois, ce qui pourrait compromettre la levée en cours : Anne Pearce, en charge du Business Development, Richard Chow (principal), Bryon Sheets (qui devient senior advisor), ainsi que quatre membres de l'équipe Healthcare Royalties. Dans le même temps, d'autres équipes se rapprochent : Blackstone vient de reprendre la division secondaire de Credit Suisse, Strategic Partners, dotée de 9 milliards de dollars d'actifs sous gestion. Le britannique Greenpark Capital est aussi en quête d'un adossement : après le deal avorté avec The International Finance Corp, entité de prêt de la Banque Mondiale, le gérant pourrait se rapprocher de l'américain StepStone. Enfin, Carlyle vient de monter à 100 % du capital d'AlpInvest, dont il avait acquis 60 % des parts en 2011. En secondaire comme ailleurs, l'accès à l'information reste le nerf de la guerre. Certains s'appuient sur leurs fonds de fonds pour connaître les sous-jacents, d'autres sur un réseau de spécialistes du M&A. Il devient plus difficile de faire uniquement ce métier, surtout quand les asset managers cherchent à ajouter ces compétences à leur palette. En clamant que leurs métiers sont rigoureusement étanches. ■

Laurence Pochard