

La classe d'actifs a les moyens de capitaliser sur l'engouement massif qu'elle suscite chez les LPs. Il appartient aux GPs européens et français de transformer l'essai.

# Fund raising: 2015, année de tous les possibles

**L**e capital-investissement mondial regarde vers le haut. En 2014, les fund raisings ont permis d'amasser 499 Md\$, selon Preqin. Peu importe que ce total soit en retrait de 6 % par rapport à 2013 – une érosion qui peut trouver son explication dans le fait que moins de méga-fonds étaient en quête de capitaux l'an passé. Ce qui compte, c'est l'avenir. Et celui-ci pourrait bien être rayonnant. « *Le private equity n'a jamais suscité autant l'intérêt des LPs qu'aujourd'hui* », atteste ainsi Antoine Dréan, le fondateur de Triago (lire p. 24). Prudence des investisseurs à l'égard des autres classes d'actifs, accélération des distributions, perspective de rendements solides... Les raisons ne manquent pas pour expliquer l'engouement que suscite le non-coté. Il reste à savoir dans quelle mesure les GPs européens en profiteront. Seront-ils nombreux à

marcher dans les pas de PAI Partners, qui vient d'officialiser le closing final de son fonds VI à 3,3 Md€? Bénéficiant à plein des 6,5 Md€ retournés à ses LPs entre 2011 et 2014, ce dernier a doublé les engagements des compagnies d'assurances et triplé celui des fonds souverains pour cette levée, selon nos informations. Cette année, les projecteurs seront aussi braqués sur les small et mid-market LBO tricolores, où les temps seront à l'hyper-concurrence, avec une quinzaine de sociétés de gestion en levée (lire p. 22): elles ne devront pas seulement vanter leur track-record et se différencier les unes des autres, elles seront obligées aussi de « vendre la France » aux souscripteurs (lire p. 19-21). La mise en place dans les mois à venir de la Société de libre partenariat, prévue dans la loi Macron, pourrait toutefois leur donner une bouffée d'air frais dans cet exercice délicat. // XAVIER DEMARLE

# Le LBO tricolore doit passer l'épreuve du feu des levées de fonds

Dans leurs levées de fonds small et mid-cap, les équipes françaises devront d'abord répondre aux craintes des investisseurs sur notre économie et aux critiques souvent formulées sur notre marché du buy-out.

L'enjeu est de taille. En 2015, le capital-investissement tricolore devra se montrer à la hauteur de son rang sur l'échiquier européen de la classe d'actifs. Les regards se focaliseront particulièrement sur les small et mid-market LBO. Car au moins une petite vingtaine de sociétés de gestion françaises officiant dans ce segment se trouveront simultanément en quête de capitaux pour un nouveau fonds (lire p. 22). Et ce même si une poignée de structures en sont à un stade avancé de leur levée. En 2014, seul 1,6 Md€ a été recueilli par des fonds hexagonaux qui ont procédé à un closing final, selon Preqin. « Si peu de capitaux ont été réunis l'année dernière, cela s'explique tout simplement parce qu'assez peu d'équipes étaient alors "sur la route", estime Armando D'Amico, managing partner d'Acanthus Advisers, agent de placement basé outre-Manche. Mais il suffirait qu'une poignée de levées soient couronnées de succès pour que le marché redémarre plus largement. » Les équipes concernées pourront au moins se reconforter par le fait que les LPs plébiscitent les fonds de small et de mid-cap buy-out. Selon un sondage de Preqin mené en décembre, 54 % projetaient d'investir dans ce segment cette année, à l'échelle globale, bien loin devant le venture, deuxième compartiment du non-coté qui remporte le plus de suffrages (26 %).

## L'Europe appréciée des LPs

Les sociétés de gestion françaises espèrent aussi capitaliser sur un appétit relatif des LPs internationaux pour l'Europe. Certes, ces derniers semblent encore regarder le continent avec prudence. Dans la dernière édition de son baromètre semestriel, réalisée pendant l'automne 2014, Collier Capital relevait

que 48 % des LPs nord-américains s'attendaient à ce que cette région s'enfonce dans une période de déflation – avis partagé par 43 % des asiatiques et 37 % des européens... La zone euro n'échappera que de peu à ce scénario, puisque, le 5 mars, la BCE a reconnu anticiper une stagnation des prix pour 2015. Mais elle table aussi sur une reprise de l'inflation à 1,6 %, en 2016 – il faut voir là les effets de son plan de quantitative easing. En parallèle, les LPs plébiscitent le private equity européen. Toujours selon Preqin, ils sont 52 % à juger le continent comme une zone d'opportunité pour investir dans la classe d'actifs cette année, contre 60 % pour l'Amérique du Nord et 19 % pour l'Asie. « D'importants flux de liquidités ont été engrangés par les grands investisseurs internationaux, ces dernières années, via les distributions de leur portefeuille de non-coté, estime Philippe Poggioli, l'un des managing partners d'Access Capital Partners. Le poids du private equity dans leur portefeuille ayant fortement diminué, à l'heure de la hausse des marchés boursiers, ils cherchent à engager des montants colossaux dans la classe d'actifs, qui offre des rendements bien plus élevés que l'obligataire. Et, par sa maturité, le non-coté européen est extrêmement bien placé pour attirer ces capitaux. »

## La France pire que la Grèce

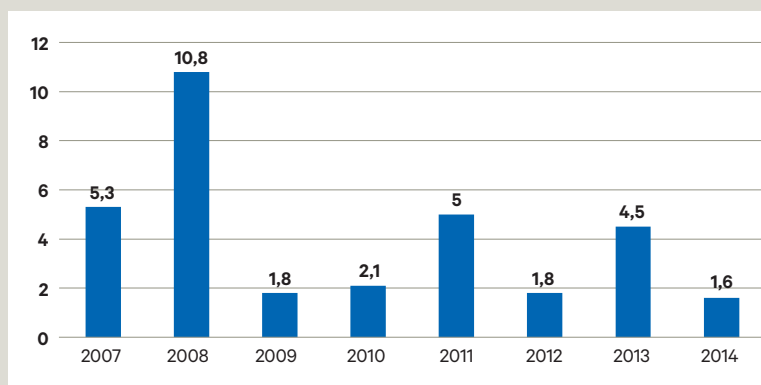
Mais les GPs qui se focalisent uniquement sur des



ARMANDO D'AMICO  
ACANTHUS ADVISERS

## MONTANTS LEVÉS PAR LES GPS FRANÇAIS QUI ONT ENREGISTRÉ UN CLOSING FINAL POUR LEURS FONDS DE LBO (EN MD€)

Source: Preqin



investissements dans le small et mid-cap LBO tricolore devront passer par une même étape: vendre la « marque France » et – surtout – présenter en quoi elle est incontournable sur le continent. Car ces gérants devront se différencier parmi les 131 équipes de private equity qui, d'après Preqin, seraient aujourd'hui collectivement en quête de 42,1 Md€ pour investir dans les pays de l'Europe de l'Ouest. Et ce sachant que 184 autres sociétés de gestion souhaiteraient amasser 69,8 Md€ pour des véhicules chargés de prendre des participations dans tout le continent. En France, nombreux sont ceux qui veulent croire que le pays aurait enfin tourné le dos à sa période d'instabilité réglementaire – les aller-retour sur l'imposition des plus-values de cession, la « taxe 75 % », le projet de retenue à la source à hauteur de 30 % n'ont pas véhiculé une image vraiment positive... « Cette instabilité semble derrière nous, juge ainsi Jean-Paul Bernardini, président de NiXEN Partners, qui vient d'entamer la levée d'un nouveau véhicule. *Le discours du gouvernement se recentre vers davantage de flexibilité fiscale et en matière de droit du travail, comme le montre la loi Macron.* »

Mais il faudra vraisemblablement faire preuve de beaucoup de pédagogie sur ces sujets – ou que le gouvernement aille plus loin dans les réformes structurelles. Or, les conclusions d'un sondage dévoilé lors de la conférence Super Return à Berlin, en février, en disent long sur la perception des investisseurs sur l'Hexagone. Ces derniers classent la France comme le deuxième pays à éviter, derrière la Russie, et avant des zones comme la Grèce. Cette vision est exagérée. Mais faut-il d'ailleurs voir comme un hasard le fait qu'une autre conférence, Super Investor, ne sera plus organisée à Paris, mais à Amsterdam, dès l'année prochaine ?

Le marché français du LBO en lui-même présente aussi quelques faiblesses aux yeux des investisseurs. Son mid-cap est perçu comme étant ultra-compétitif, avec un volume de cibles disponibles relativement restreint par rapport au nombre de sociétés de gestion en quête d'investissements. « *La question du deal-flow en France est primordiale, confirme Jean-Philippe Keravec, partner chez Campbell Lutyens. Certaines équipes ont choisi de retarder leur calendrier de levée de fonds parce qu'elles ont eu besoin de plus de temps que prévu pour déployer leur fonds actuel.* »

### Reprise des sorties

De surcroît, l'Hexagone a parfois la réputation d'être un territoire où les GPs accusent un peu de retard en matière de sorties – et donc de distribution aux LPs – par rapport à plusieurs autres pays limitrophes. Cet élément ne plaide pas favorablement pour les fund raisings en cours... sauf qu'il n'est que partiellement exact. Preqin a relevé que 24 % des investissements signés par des fonds en France en 2004 était encore en portefeuille en janvier 2015. Un constat préoccupant, puisque cette proportion n'atteint que 18 % dans l'ensemble de l'Europe de l'Ouest. Les prises de participation signées dans nos frontières, lors des « fastes » années 2006 et en 2007, tardent aussi à être déstockées des portefeuilles, par rapport aux pays limitrophes. Néanmoins, la France est en avance sur les cessions des investissements de 2008 et de 2009 – et assez étonnamment sur celles de 2005. « *Des différences "culturelles" peuvent être établies entre la France et un marché tel que le Royaume-Uni, juge un investisseur. Dans ce pays, les fonds ont eu tendance à passer plus facilement la main aux créanciers, dans des sociétés ne pouvant faire face au remboursement de la dette d'acquisition.* »

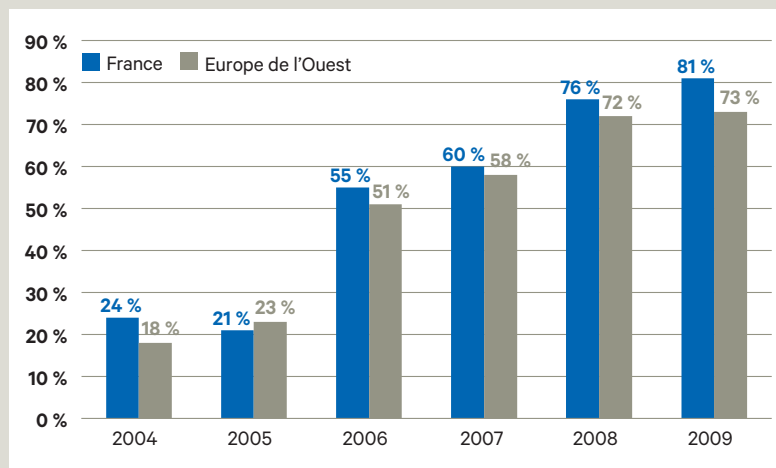
Il faut aussi ajouter que l'an passé, le régime des sorties tricolores a été soutenu. Dealogic estime à 17 Md€ la valeur des actifs qui y ont été vendus par les fonds, quelle que soit la nature du deal (cession à un corporate, LBO de LBO, IPO). Le chiffre est gonflé par une poignée de transactions d'envergure, comme celles dont ont fait l'objet Diana, Spotless ou même Elixir à la faveur de son IPO. Mais il correspond presque au double de celui de 2009 (9 Md€) et à près de six fois à celui de 2012 (3 Md€). Autant de données qu'il sera intéressant de recouper avec les statistiques que l'Afif publiera fin mars pour son bilan d'activité du capital-investissement français.

### Peu de différences entre GPs ?

Autre critique régulièrement formulée à l'encontre du LBO tricolore: ses sociétés de gestion mid-cap se distingueraient peu entre elles. « *Elles affichent des performances très proches les unes des autres. C'est du moins le sentiment des LPs, affirme Armando D'Amico. Cela peut être problématique pour des investisseurs tels que des fonds de fonds, qui se montrent très exigeants sur ce point en cher-*

## PROPORTION DES SOCIÉTÉS ENCORE DANS LE PORTEFEUILLE DES FONDS DE LBO PAR ANNÉE D'INVESTISSEMENT, EN FRANCE ET EN EUROPE DE L'OUEST

Source: Preqin



chant les sociétés de gestion qui surperforment. » Les investisseurs voient aussi l'Hexagone comme une contrée où interviennent beaucoup de fonds généralistes. Il est vrai que les fonds se concentrant sur un seul secteur d'activité se comptent sur les doigts de la main. Les principales restent Céréa Partenaire pour l'agroalimentaire, Blackfin Capital Partners pour les services financiers et plusieurs GPs orientés vers la santé, comme le first-time fund ArchiMed, créé par l'ex-3i Denis Ribon il y a un an. « Si peu de fonds dédiés à un seul métier existent en France, les LPs ont tendance à focaliser de plus en plus leur attention sur des équipes au positionnement multi-sectoriel, dont ils peuvent apprécier notamment la capacité à bénéficier d'un sourcing plus fin dans leur domaine », constate Jean-Paul Bernardini.

### Séduire les institutionnels français

Si l'attrait de la France à l'étranger sera décisif dans le succès des levées en cours, la question de l'apport des institutionnels français mérite aussi d'être posée. L'Afic avait organisé un forum destiné à cette population, l'été dernier, pour présenter le non-coté tricolore à ceux qui ne le connaissent pas ou peu. « Nous estimons que cette seule communauté représente un vivier de souscripteurs de quelque 200 institutions, toutes tailles confon-

dues », expliquait alors l'ex-président de l'association, Louis Godron, à *Capital Finance*. « Un certain nombre d'institutions tricolores de taille modeste ou moyenne – notamment les mutuelles – n'avaient peut-être pas les ressources suffisantes pour bien suivre la classe d'actifs. Chez elles, une même équipe pouvait gérer le private equity aux côtés d'autres investissements directs illiquides ou peu transparents. Mais à l'heure où les rendements obligataires sont proches de zéro, où l'immobilier reste surévalué, et où investir dans des hedge funds reste onéreux, le private equity reprend des couleurs, d'autant qu'il a généré beaucoup de distributions ces deux dernières années », juge l'agent de placement François Roux – qui a assisté PAI Partners auprès des institutionnels français, dans la levée de son fonds VI. Cela ne doit pas occulter le fait que les débats sur un fléchage plus soutenu vers le capital-investissement de l'épargne longue tricolore restent éternellement en suspens. Il pourrait pourtant être d'une grande aide pour les GPs français en fund raising. « Le fait que ces derniers doivent se tourner massivement vers des investisseurs étrangers montre que quelque chose ne tourne pas rond dans notre pays, qui dispose pourtant de 1000 Md€ en assurance-vie. Cela ne manque pas d'alerter les LPs étrangers », tempête un partner d'une société de gestion. // XAVIER DEMARLE

## Trois questions à Nathalie Duguay, associée, King & Wood Mallesons



**C.F.:** Où en est la structuration de la Société Libre de Partenariat (SLP), ce nouveau véhicule de droit français censé venir concurrencer les fonds luxembourgeois et les limited partnerships anglo-saxons ?

**N.D.:** Ce véhicule est en cours d'adoption dans le cadre de la loi Macron. Sur le plan juridique, le principe de la liberté contractuelle est acté: au même titre que les véhicules anglo-saxons et luxembourgeois, la SLP régit de manière contractuelle les relations entre les LPs et la société de gestion. Sont ainsi laissées à l'appréciation des parties les définitions de règles de transfert, de gouvernance, d'emprunt, d'investissement, etc. La responsabilité limitée des investisseurs est également inscrite dans le marbre. Bien qu'elle adopte la forme de la société en commandite simple, la SLP s'affranchit des règles du droit commun des sociétés pour se doter d'un dispositif innovant et adapté au private equity.

**C.F.:** La transparence fiscale a-t-elle été consacrée ?

**N.D.:** Pour l'heure, le statut fiscal de la SLP est toujours en cours de négociation entre la Direction de la législation fiscale (DLF), l'AMF et le Trésor – trois autorités qui ont été, depuis l'origine, très mobilisées et très à l'écoute sur ce

projet. Si la SLP veut ancrer sa compétitivité en Europe, il est clair qu'elle devra bénéficier de la transparence fiscale. Faute de quoi elle ne sera pas l'outil fondateur que la place française attendait et elle ne trouvera pas d'écho réel auprès des investisseurs...

**C.F.:** Une fois le régime de la SLP entré en vigueur, les équipes de gestion pourront-elles facilement opter pour ce nouveau véhicule ? Ce serait une bonne nouvelle pour doper les fund raisings en cours...

**N.D.:** Il a été prévu de manière très explicite que les sociétés de gestion puissent transformer les véhicules qu'elles gèrent aujourd'hui (NDLR, typiquement le FPCI, ex-FCPR) en société de libre partenariat. Et il est tout à fait possible d'inscrire cette clause de transformation dans le règlement du fonds en cours de levée. Les LPs étrangers, qui sont par nature très attentifs aux évolutions réglementaires et fiscales concernant la France, devraient très bien accueillir cette nouvelle. Par ailleurs les règles d'éligibilité, qui obligent certains souscripteurs à n'investir que dans certains actifs par exemple les FPCI (ex-FCPR), seront étendues à la SLP, afin que celle-ci s'impose et se diffuse auprès de toute la communauté des investisseurs institutionnels. // E.D.