



Le capital-investissement secondaire redécoule

Par Fabrice Anselmi - 20/05/2010

Lancé par l'opération d'Axa sur Bank of America, ce marché « de l'occasion » des parts de fonds devrait retrouver son niveau en 2010.

Une transaction record et surprise ! Le fonds secondaire d'Axa Private Equity a annoncé le 22 avril dernier son rachat des parts de fonds détenues par Bank of America (BoA) pour 1,9 milliard de dollars. Cette opération est l'une des deux plus importantes jamais enregistrées sur ce marché secondaire, qui consiste à acquérir des parts dans des fonds fermés (pour dix ans) auprès d'institutionnels en quête d'une liquidité anticipée. Le fonds spécialisé Axa Secondary Fund IV, levé en 2007 et qui compte 2,9 milliards d'euros désormais investis à 100 % - puisque la filiale de l'assureur s'appête aussi à signer la reprise d'actifs à Natixis (543 millions d'euros) et KBC (350 millions d'euros avec les actifs russes repris par CapMan) -, apporte donc à ses investisseurs une exposition sur des actifs plus matures. Dans ce cas, il s'agit d'un portefeuille composé de parts dans 60 fonds de LBO (« *leveraged buy-out* ») et acquis avec une légère décote par rapport à la valeur d'actif nette (NAV). Sans doute accélérée par le projet de « règle Volcker » souhaitant interdire aux banques américaines d'investir en *private equity*, cette opération, qui a été structurée avec BoA (et des co-investisseurs), semble relancer à grande échelle un marché secondaire qui avait repris depuis six mois sur de plus petites transactions...

Si cette activité secondaire est née pour répondre à des situations d'urgence, elle s'est progressivement professionnalisée dans une logique de gestion de portefeuille, avec des vendeurs et leurs conseils spécialisés (Cogent, UBS, Triago, Campbell Luytens, Probitas...), et des acheteurs, d'autres institutionnels ou des fonds spécialisés, qui permettent à leurs clients d'ajuster leur allocation dans cette classe d'actifs. Mi-2008, le fonds de pension des fonctionnaires californiens CalPers a ainsi réalisé une autre opération record en vendant 9 % de son portefeuille à un consortium de fonds (Lexington, HarbourVest, Pantheon, Collier, Oak Hill) pour 1,9 milliard de dollars (hors un petit portefeuille cédé à Axa PE pour 200 millions) afin de se recentrer sur 40 gérants à terme (au lieu de 130). « *Beaucoup d'institutionnels cumulaient les investissements depuis quinze ans sans vendre, alors qu'il existe des solutions pour gérer le private equity comme une autre classe d'actifs* », rappelle Mathieu Dréan, agent spécialisé, *managing director* chez Triago, qui constate une demande « *toujours plus fine* » des « *plus de 400 acheteurs potentiels* » qu'il recense.

Choc Lehman Brothers

Et si les crises financières sont habituellement l'occasion pour ce marché de mûrir un peu plus vite, « *le choc Lehman Brothers n'a fait décoller qu'une offre théorique évaluée alors entre 100 et 120 milliards de dollars* », commente un autre agent spécialisé, François Roux (Roux Capital)... Car plusieurs acheteurs avaient déjà payé des primes (de 10 % à 15 % au-dessus de la NAV) sur de prétendus beaux actifs en 2005, 2006 et 2007, puis encore investi début 2008 avec les premières décotes (de 10 % à 15 %)... donc finalement trop tôt ! Il y a eu peu d'opérations de taille après septembre 2008,

malgré les difficultés rencontrées par les banques, compagnies d'assurance, fonds de fonds, *family offices*... Les fonds de fonds cotés de 3i (pour 170 millions de livres en capital-risque) et d'AIG (pour 225 millions de dollars dans le cadre d'une transaction « structurée ») ont quand même cédé des portefeuilles en 2009 (à HarbourVest/Collier Capital et Fortress Investment). L'Université de Stanford a officiellement renoncé à vendre 1 milliard de dollars d'actifs, mais d'autres fondations ou universités comme Harvard ou Wellcome Trust auraient fini par réaliser discrètement des cessions partielles pour pouvoir répondre à divers engagements. Notamment auprès d'acheteurs moins traditionnels, actifs en « *early secondary* » (sur des fonds engagés à moins de 40 %) pour accéder à des gérants auparavant « inaccessibles » par eux...

Les statistiques sur ce marché ont beaucoup divergé : entre 18 et 30 milliards de dollars d'actifs vendus en 2008 selon que l'on prend les chiffres de Triago ou de Cogent, puis entre 7 et 13 milliards pour 2009, sachant que l'agent américain affirme avoir participé à 17 % puis 25 % des échanges sur ces deux années... « *Cela peut dépendre aussi des montants comptabilisés, entre la valeur faciale des engagements repris et la valeur réelle de la transaction* », analyse Benjamin Revillon, qui vient de créer BEX Capital, service « sur mesure » de gestion de mandat secondaire à destination d'institutionnels. Dans tous les cas, le taux de transformation des processus lancés fin 2008 est resté faible : en situation de surallocation dans le non-coté par rapport aux ratios réglementaires qui se profilent, les banques et assurances ont estimé qu'il n'y avait pas urgence à vendre des actifs dévalorisés... Jusqu'à l'été dernier, quand les NAV ont atteint un plancher synonyme de décotes moyennes réduites pour ces vendeurs également sensibles à cet argument comptable.

Depuis, les valeurs d'actifs n'ont cessé de remonter, suivies par une réduction des décotes moyennes autour de 20 %-30 % fin décembre, et 10 % désormais. Un niveau qui devrait se stabiliser avec un certain retour de la confiance sur les plans d'affaires. « *Ce sont donc les banques qui mènent ce marché pour alléger leur bilan* », confirme Wouter Moerel, associé d'AlpInvest Partners, gérant exclusif pour les fonds de pension néerlandais APG et PGGM, qui a par exemple allégé Fortis de sa part dans l'espagnol Nazca Capital en 2009... Au-delà des opérations d'Axa PE sur BoA, Natixis et KBC, Citigroup affirme depuis l'automne sa volonté de vendre son activité (avec 2 milliards de dollars pour compte propre), le liquidateur de Lehman Brothers vient notamment de céder au fonds de pension britannique USS une position de 135 millions de dollars dans un fonds Neuberger Berman, tandis que Lloyds-HBOS et RBS sont sur le point de trouver preneur (avec respectivement Collier Capital et AlpInvest selon le site internet Altassets) pour des positions de 500 et 658 millions de livres dans le *private equity*.

Un marché très discret

Ces banques avaient d'abord mis en vente, notamment au premier semestre 2009, leurs parts dans des fonds de larges LBO récents ou très exposés en termes de levier... Avec donc des décotes ayant pu monter au-delà de 90 % sur les actifs peu mûrs correspondant surtout à des « promesses d'investissement ». « *Mais il y a eu beaucoup d'hésitations sur ce marché, par nature peu efficient puisque les fourchettes de prix varient souvent de 40 % à 50 % autour d'un même actif* », note Mathieu Dréan. Dans un premier temps, les intermédiaires des vendeurs ont aussi fait un gros travail de décomposition des portefeuilles (afin de les céder bout par bout, voire ligne par ligne) ou des participations directes (avec l'aide du gérant) ... et d'en tirer le meilleur prix. « *Le nombre de parts de fonds moyen par transaction et par acheteur est passé de 7,9 en 2005 à 2,7 en 2009* », remarque Bernhard Engelen, *managing director* de Cogent, en évoquant les consortiums plus fréquents. « *Comme ces deals durent plus longtemps, acheteurs et vendeurs ont appris à se connaître et le marché s'est assaini* », apprécie François Roux. Même si souvent, ces opérations se déroulent dans une grande discrétion : « *On a vu aussi des tentatives pour structurer des transactions avec du levier, ou de manière 'synthétique' afin que le vendeur reste*

juridiquement propriétaire des parts mais transfère l'engagement non appelé et les bénéfices économiques à un acheteur », explique Arnaud David, avocat associé en structuration de fonds chez SJ Berwin.

« Au-delà des décotes, les acheteurs sont plus intéressés par l'étude des valeurs, les capacités des gérants et les 'timing' de sorties », insiste Daniel Dupont, associé de Collier Capital, qui a encore 1 milliard de dollars à investir (sur 4,8) pour le fonds 2007... Car les taux de rendement interne (TRI) nets sont désormais attendus entre 15 % et 20 % dans un contexte devenu très concurrentiel à l'achat sur les transactions de plus de 50 millions d'euros. Sur des opérations secondaires plus petites et/ou moins intermédiées, il y a moyen de viser plus, *« notamment parce que les bons gérants peuvent alors créer plus de valeur »*, estime Charles Soullignac, l'un des pionniers de cette activité en Europe avec Fondinvest Capital. *« Le fait que l'offre et la demande se rencontrent enfin sur de grandes transactions comme BoA devrait relancer le marché plus globalement »*, conclut aussi Bernhard Engélien...

Cet article a été imprimé depuis le site **www.agefi.fr**

La reproduction de cet article n'est autorisée que dans la limite d'une copie et pour un usage strictement personnel.

Toute autre utilisation nécessite une autorisation préalable de L'Agefi.

© L'Agefi - 2010