

# Le capital-investissement lève des « fonds annexes » pour le LBO

Plusieurs sociétés sous LBO ayant besoin de l'apport de nouveaux fonds propres, les gérants cherchent parfois des systèmes de « rallonge ».

PAR FABRICE ANSELMI

Après trois mois de négociations, la société de gestion KKR a levé fin août, auprès des souscripteurs de son fonds KKR European 2 (de 4,5 milliards d'euros) entièrement investi, un « fonds annexe » de 400 millions d'euros en vue de soutenir ses participations européennes susceptibles de souffrir le plus. Des restructurations de LBO (*leveraged buy-out*) comme sur les lignes ProSiebenSat ou Kion, pour lesquelles KKR a monté une équipe de décision indépendante sur l'opportunité de réinjecter des fonds propres. Fin mai, le fonds de retournement MatlinPatterson Global Opportunities Partners II avait fait l'objet d'un montage de ce type pour 165 millions d'euros, réunis essentiellement auprès de Landmark Partners et Pantheon Ventures, deux fonds de fonds spécialistes du rachat en secondaire.

## Des investisseurs différents

Un nombre croissant de sociétés de gestion envisagent ce genre de solutions pour renforcer des restructurations ou pour réaliser des croissances externes et de nouveaux investissements qui donneraient plus de valeur au fonds initial et remotiveraient aussi les équipes de gestion, alors que les levées traditionnelles sont devenues difficiles. Lorsque l'objectif est uniquement de soutenir des LBO qui vont mal, les levées ne rencontrent pas forcément le succès attendu, malgré des conditions aménagées : Apollo Management a abandonné cet été son projet face au manque de confiance de ses LP\* (les investisseurs) dans les retours possibles d'un tel fonds. « Pour schématiser, soit on rouvre le fonds d'origine via un 'top-up fund', soit on crée un 'annex fund' parallèle, explique François Roux, conseil spécialisé en secondaire chez Roux Capital, actuel-

lement sollicité sur plusieurs dossiers... Dans les deux cas, on fait venir des investisseurs différents, le plus souvent des spécialistes du secondaire, même si les anciens peuvent participer *pari passu*. Dans ces opérations complexes, le débat porte essentiellement sur les conditions préférentielles offertes aux nouveaux entrants, surtout sur la priorité de distribution qui va leur garantir un certain rendement. »

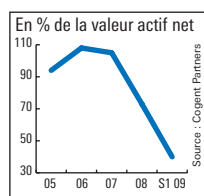
## Pas d'autre choix

Ces approches sont compliquées en France parce qu'un fonds commun de placement à risque (FCPR) ne peut statutairement être rouvert et parce que le régulateur est particulièrement vigilant sur les conflits d'intérêts potentiels engendrés par un « fonds annexe » géré par un même GP\* (gérant). En pratique, ces montages reviennent souvent à rallonger à la fois la taille du fonds (par exemple de 20 %) et ses périodes d'investissement et de désinvestissement (par exemple de deux ans), ce qui nécessite l'accord contractuel d'une large majorité des LP du fonds, généralement prévue

## Le secondaire prêt à démarrer

Les spécialistes espéraient une ouverture du marché des parts de fonds au printemps, avec des vendeurs « dans l'urgence » et des actifs « valorisés au plus bas ». Dans l'intervalle, certains vendeurs, comme les banques, ont retrouvé la santé. Et les actifs ont rattrapé une grande partie de leur retard de valorisation

sur les Bourses... sans que le prix offert sur la valeur d'actifs ne cesse de baisser (voir le graphique). Malgré tout, le marché devrait connaître plusieurs cessions en 2010, stratégiques ou même « *distressed* », quand les fusions-acquisitions vont relancer les appels des fonds et les problèmes de surallocation (lire page 28).



**François Roux,**  
conseil spécialisé  
en secondaire chez Roux Capital

« Dans ces opérations complexes, le débat porte essentiellement sur les conditions préférentielles offertes aux nouveaux entrants »



**Ces véhicules attirent particulièrement les fonds de secondaire qui disposent aujourd'hui d'environ 30 milliards de dollars à investir.**

entre 75 % et 100 %, selon le règlement initial. Les termes de ce règlement seront revus à l'occasion de ce changement. « Ceux portant sur les intérêts économiques, notamment, devront convenir à la fois aux nouveaux et aux anciens investisseurs », confirme Paul Ward, associé de Pantheon Ventures. Comme souvent dans les restructurations, les anciens n'ont parfois pas d'autre choix que de s'appuyer sur les nouveaux pour sauver la performance globale grâce à l'apport de fonds propres.

Ainsi, ces véhicules annexes attirent particulièrement les fonds de secondaire qui disposent aujourd'hui d'environ 30 milliards de dollars à investir : « Si l'opération ne prend pas la forme d'un rachat 'à bon prix' d'actifs existants, ces fonds y retrouvent plusieurs composantes habituelles du marché secondaire », ajoute François Roux, en évoquant une visibilité sur la majeure partie du portefeuille final et une accélération, via ce portefeuille plus mature, de la courbe de rendement (« courbe en J »). L'équipe de Pantheon a ainsi reçu plusieurs propositions pour travailler sur des projets similaires dans le LBO, mais aussi dans le capital-risque où des fonds des années 1999 et 2000 peuvent avoir besoin d'encore un peu de temps pour devenir rentables... ■

\*« Limited partners » ; \*\*« General partners »