

PRIVATE EQUITY

M A G A Z I N E

N° 36-37 ■ Juillet / Août 2008

**LIQUIDITÉ,
MATURITÉ,
JUSTE PRIX...**

L'envol du secondaire

■ PORTRAIT

DOMINIQUE OGER

Le fondateur d'AtriA a multiplié les créations «en private equity», avec un certain talent de fédérateur.



> p. 16

■ STRATÉGIE

PERFECTIS PE

Un marché profond, une bonne sélectivité, un réseau efficace. Perfectis sait cultiver son jardin dans les LBO small caps.



> p. 28

■ FORMATION

A L'ÉCOLE DU P. EQUITY

Les écoles, CV et expériences recommandés pour entrer «en private equity» tendent forcément vers l'excellence !



> p. 34



ENQUÊTE : HISTOIRES DU CAPITAL-RISQUE FRANÇAIS

Inside Contactless, Corevalve, Augure, Olfo et Musiwave. Cinq histoires de talents, d'intuition et de confiance à l'honneur des entrepreneurs et VCs.

> p. 38

Proche de la maturité, le marché secondaire (secondary market) a fini par tordre le cou aux idées reçues. Eloigné des situations de «distressed sellers», c'est désormais un outil indispensable à la bonne gestion de la classe d'actif private equity. Les échanges sont plus nombreux, le marché plus organisé, les prix mieux ajustés. Et quand la conjoncture s'en mêle aussi – comme c'est le cas aujourd'hui –, le deal-flow décolle...



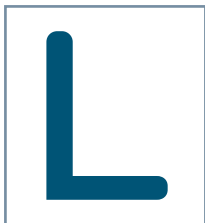
Olivier Héraut pour PRIVATE EQUITY MAGAZINE

Vincent Gombault, directeur des fonds de fonds et fonds secondaires chez AXA Private Equity.

LIQUIDITÉ, MATURITÉ, JUSTE PRIX

PAR FABRICE ANSELMINI

L'ENVOL DU SECONDAIRE



Le private equity, avec des fonds fermés et bloqués généralement pour une longue durée afin de permettre une certaine stabilité dans l'investissement et l'accompagnement des entreprises, est par nature un marché illiquide, pouvant se trouver face à un certain nombre de problèmes. Le marché secondaire comme solution de liquidité est ainsi né en différentes étapes, pour répondre d'abord à des situations d'urgence des LPs, puis progressivement à une logique de gestion de portefeuille. «Pourquoi le private equity a longtemps été la seule classe d'actif où les gérants [institutionnels ou fonds de fonds] ne feraient qu'acheter. Depuis maintenant deux ans, l'idée s'installe que vendre peut aussi parfois être judicieux», résume Mathieu Dréan, associé de la société de conseil en secondaire Triago. Tout a commencé à la fin des années 80 avec les Landmark (dès 1989), BancBoston, HarbourVest ou encore Paul Capital (en 1991), quand Phil Paul eut l'opportunité de racheter à Hillman Company, pour 85 millions de dollars, 42 positions venture qu'il connaissait bien pour les gérer depuis longtemps sur la côte Ouest. Collier Capital et Arcis en Europe, puis Lexington Partners (spin-off de Landmark Partners en 1994) furent aussi des précurseurs sur ce marché qui lève ses premiers fonds vers 1995, «notamment pour répondre à une première crise de liquidité et parce que les LPs ne savaient pas bien comment évaluer leurs portefeuilles non cotés», explique Charles Soullignac, qui lance alors un premier fonds dédié, Fondinvest II (68 millions d'euros).

L'âge d'or

La crise financière asiatique en 1997, puis l'explosion de la bulle Internet en 2001, voire les ouragans de 2004-2005 (avec les problèmes posés aux compagnies d'assurance) sont à chaque fois des facteurs conjoncturels qui ont accéléré la structuration du marché secondaire. On a longtemps parlé de «distressed sellers», avec de fortes décotes sur des valeurs elles-mêmes parfois non réévaluées (at cost le plus souvent aux Etats-Unis). «Comme les cessions portaient sur des positions plutôt anciennes, la marge potentielle était importante», reconnaît Vincent Gombault, directeur des fonds de fonds et fonds secondaires chez AXA Private Equity, en évoquant cet âge d'or pour les spécialistes alors peu nombreux et qui savaient tirer parti des anomalies de pricing.

A partir de 2001, les nombreux investisseurs individuels et family offices qui avaient soutenu l'explosion du capital-risque entre 1998 et 2000 se trouvent incapables de répondre aux appels de fonds sans distribution et vendent leurs positions en venture, mais aussi en LBO : c'est pour certains le véritable démarrage du secondaire, même si les spécialistes doivent faire montre de prudence pour ne pas se trouver eux-mêmes «surexposés». L'évolution comparable, à peu près simultanée, vers la fair market value aurait même impulsé une certaine professionnalisation : «Les fonds de fonds qui ne se sont pas spécialisés à ce moment-là en embauchant des armées d'analystes pour évaluer les sous-jacents ligne par ligne ont laissé passer le train du secondaire», résume un observateur en évoquant des stratégies de fonds de fonds primaires plus axés sur la qualité des équipes et/ou la diversification, alors que le secondaire requiert une certaine expertise.

Professionnalisation et recentrages

Depuis 2004-2005, le marché primaire a atteint une «taille industrielle», avec des fonds régulièrement au-dessus de 10 milliards de dollars, des levées annuelles globales au-dessus de 250 milliards, des engagements initiaux de plusieurs centaines de millions (un niveau équivalent aux plus gros fonds primaires d'il y a dix ans)... Il s'en suit – avec un décalage de quatre ou cinq ans – que le marché secondaire grandit et devient plus «technique», nécessitant, désormais, aussi bien des fonds que des institutionnels mieux dotés en moyens financiers et humains (on voit d'ailleurs ces derniers à nouveau chasser des «têtes» spécialisées chez les GPs). Il répond surtout à une problématique vendeur moins axée sur la liquidité à court terme et plus sur la bonne gestion et optimisation du portefeuille, à l'origine des premières cessions majeures de la part des grands fonds de pensions US : State of Connecticut Retirement and Trust auprès de Collier Capital en 2004, Ohio Bureau of Workers' Compensation auprès de Pomona Capital et MetLife à CSFB Strategic Partners en 2007... CalPers a ainsi vendu cet hiver, après un long processus orchestré par UBS, un portefeuille d'actifs évalué à près de 2 milliards de dollars à un groupe de repreneurs (HarbourVest, Lexington Partners, Conversus Capital, Pantheon Ventures...). La logique ? Après quinze ans à construire un portefeuille très diversifié, le fonds de pension californien a décidé de se recentrer sur ses GPs préférés (Carlyle, TPG, Apollo...), souhaitant passer de 160 à une quarantaine de gérants, quitte à leur racheter en secondaire des millésimes antérieurs auxquels il n'avait pas participé. C'est aussi l'exemple de recentrage envisagé par cette fondation universitaire US qui gère ●●●

Les 10 plus grosses levées de fonds secondaire

Fonds	GP	année	montant (M\$)
Collier International Partners V	Collier Capital	2007	4.8
Lexington Capital Partners VI	Lexington Partners	2006	3.8
GS Vintage Fund IV	Goldman Sachs PE Group	2007	3.0
AXA Secondary Fund IV	AXA Private Equity	2007	2.9
Collier International Partners IV	Collier Capital	2002	2.6
Lexington Capital Partners IV	Lexington Partners	2001	2.0
Lexington Capital Partners V	Lexington Partners	2003	2.0
Pantheon Global Secondary Fund III	Pantheon Ventures	2007	2.0
CSFB Strategic Partners III	CSFB Inv. Group	2005	1.9
AXA Secondary Fund III	AXA Private Equity	2004	1.04

Source : Private Equity Intelligence au 31 décembre 2007

ONDAIRE

••• 80 milliards de dollars, dont 4 en private equity avec seulement 2 professionnels qui avouent ne pouvoir suivre qu'une vingtaine de leurs quelque 100 GPs. Ou encore cette institution bancaire qui a vendu des lignes en Amérique du Nord et en Europe, motivée par la réallocation d'une partie vers l'Asie. Selon le dernier baromètre de Collier Capital, réalisé auprès d'une centaine d'institutionnels emblématiques, près d'un quart d'entre eux ont cédé des actifs sur le marché secondaire, ce qui est assez nouveau. «Auparavant, les LPs menaient leurs coupes de gestion par non renouvellement : les cessions anticipées sont plutôt récentes», explique Daniel Dupont, associé de Collier Capital pour illustrer une meilleure fluidité du marché, en évoquant une révision désormais annuelle (et non plus trisannuelle) des portefeuilles des LPs.

Le marché secondaire aurait atteint près de 18 milliards de dollars de transactions sur les parts de fonds et participations directes en 2007 : «Historiquement, le pourcentage d'engagements dans les fonds primaires qui font l'objet d'une transaction secondaire sur des parts de fonds est de l'ordre de 3 à 5% pour un millésime donné, explique Bernhard Engelen, directeur chez le conseil Cogent Partners. Mais cette moyenne de rotation des stocks tend plus aujourd'hui vers le haut de la fourchette.» A cette extrapolation basée sur les levées, il faut ajouter le décalage sur les flux provenant des millésimes antérieurs et les rachats de participations directes, environ 30% du total des transactions estimé et en constante progression. De quoi envisager plus de 25 milliards de transactions pour 2008...

Nouvelles occasions à saisir ?

«Le deal-flow apparent a décollé, mais le taux de transformation est resté faible jusqu'à présent», nuance le conseil spécialisé en secondaire François Roux (Roux Capital). La raison ? «Vendeurs •••

22% des LPs ont déjà cédé des actifs en secondaire, 35% en ont déjà acheté en direct selon le dernier baromètre Collier Capital.

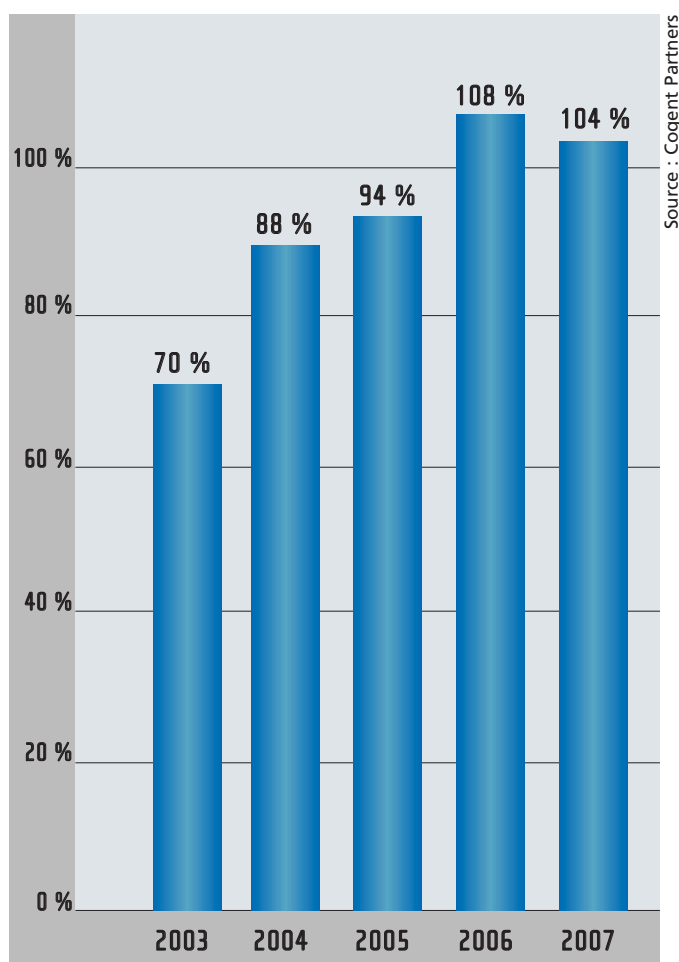


DR

“Auparavant, les LPs menaient leurs coupes de gestion par non renouvellement : les cessions anticipées sont plutôt récentes... Ils sont aussi plus sophistiqués et mieux informés maintenant.”

Daniel Dupont, Collier Capital

Prix moyen des transactions / NAV



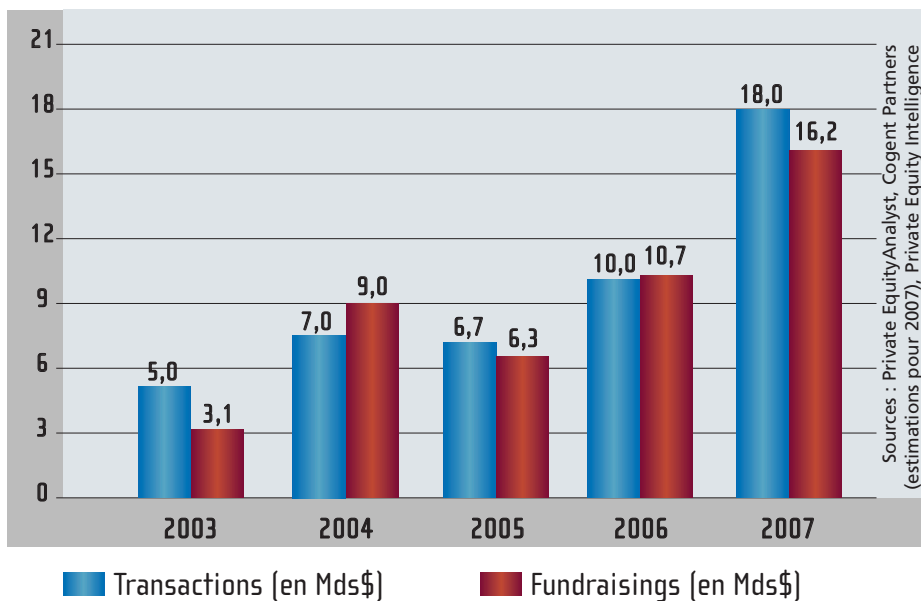
RÈGLEMENTS ET DEVOIRS

Plusieurs facteurs réglementaires liés au statut du fonds peuvent jouer un rôle sur la liquidité : sa durée maximale (10 ans +1+1 pour un FCPR en général), les droits particuliers des souscripteurs, le respect (ou non respect) des ratios... La plupart des règlements de fonds de types FCPR ou limited partnership donnent au gérant le droit d'approuver ou non le transfert. L'agrément répond à une problématique de maîtrise de tour de table par la société de gestion. Dans la majorité des cas de cessions de parts de fonds, cet agrément destiné à un tiers investisseur doit être obtenu en même temps que la purge des processus de préemption entre les différents porteurs de parts. Pour la cession de lignes ou de portefeuilles de participations directes, le fonds actionnaire doit aussi purger tous les droits de préemption présents dans les pactes d'actionnaires des sociétés sous-jacentes, ce qui peut allonger considérablement les durées. Olivier Dumas, avocat associé du cabinet Proskauer Rose, note enfin que, «en droit français, le vendeur de parts de FCPR est solidaire de l'acquéreur pour les appels de fonds pendant deux ans après la transaction. Cette disposition légale oblige les parties à s'accorder à ce sujet, surtout si la transaction secondaire est pour le vendeur un moyen de se libérer du solde non appelé de sa souscription. Pour les fonds de droit étranger, ce problème n'existe pas». Autres points délicats : la valorisation des flux intermédiaires qui peuvent survenir entre le vendeur et le fonds pendant la période de transfert, et la transmission d'éventuels crédits d'impôts attachés à des distributions. ■



Olivier Dumas, du cabinet Proskauer Rose, évoque les problèmes liés aux appels de fonds restants.

Taille du marché secondaire mondial, transactions (hors gré à gré) et fundraisings



... et acheteurs ne sont pas encore en phase», explique Henri Isnard chez Arcis Group (environ 850 millions d'euros sous gestion). Avec la crise et les perspectives économiques, les acheteurs anticipent une baisse des valorisations, notamment pour les fonds de LBO dont la valeur de l'equity est naturellement écrasée par le poids de la dette. «Les GPs ont aussi leur part de responsabilité, estime François Roux : alors que les conditions économiques se dégradent aux Etats-Unis, les valeurs d'actifs nets (NAV) trimestrielles ont continué à augmenter après l'été 2007. Les premières baisses n'ont eu lieu qu'au 31 mars et se poursuivent au 30 juin, ce qui devrait créer un réflexe de vente», ajoute ce conseil des vendeurs en annonçant le «grand envol» du secondaire dans les prochains mois. «Plus l'industrie est mature, plus elle a besoin de liquidité et d'une gestion proactive, et plus elle se rapproche du juste prix», ajoute Bernhard Engelen. «Les pratiques de valorisation se sont bien harmonisées depuis quelques temps», estime Daniel Dupont, ajoutant que «les vendeurs sont aussi maintenant plus sophistiqués et mieux informés». «Le marché s'est professionnalisé et on a même vu certains LPs mettre en vente une petite partie de leurs actifs pour tester les prix», note aussi François Bernardeau, senior advisor chez Headway Capital (150 millions levés pour le fonds II en mai).

Sur un marché qui a longtemps joué le jeu de la décote, de -20 à -25% du fait de repreneurs potentiels peu nombreux, les très belles levées de fonds secondaires depuis 2005 ajoutées à une ...

“Le deal-flow apparent a décollé. Et si le taux de transformation est resté faible jusqu'à présent, la baisse des actifs nets réévalués depuis le 31 mars peut préfigurer le “grand envol” du secondaire dans les prochains mois.”

François Roux, société de conseil Roux Capital



Roux Capital conseille les LPs sur leur stratégie de liquidité, généralement à la vente, même s'il arrive d'être aussi à l'achat.

J CURVE : LA VRAIE BONNE RAISON D'ACHETER

Gestion des liquidités, gestion des risques et portefeuilles (par diversification ou recentrage), crise financière, évolutions réglementaires, notamment pour les banques et assurances (Solvency, IAS 27, Bâle II...), changements de stratégie post-fusion, ou de gérant, conflits d'intérêts, spin-off ou réorganisations d'équipes, etc. S'il existe pour les LPs de nombreuses raisons de vendre, la réduction de la courbe en J est surtout la vraie bonne raison d'acheter des actifs plus matures pour les investisseurs (acheteurs directs en secondaire à 35% selon Coller Capital, ou indirects à 83% selon Almeida Capital). Tout nouvel entrant en private equity «primaire» ne peut échapper au creux de cette courbe correspondant aux périodes initiales où il doit faire face aux appels de fonds sans retour sur investissement ; mais il peut la réduire, même en année 1, en se diversifiant avec les différents millésimes du seul GP qui gère ses intérêts. Une logique à l'origine de l'engouement pour le secondaire en général et les fonds secondaires en particulier.

Pour les GPs, le développement du marché secondaire a aussi ouvert la possibilité de mieux maîtriser le calendrier des fonds et les opportunités de marché, avec par exemple la cession, en fin de vie d'un fonds, d'un bloc de plusieurs lignes permettant la liquidation. «Les gérants peuvent accepter de céder des lignes par bloc et de manière anticipée, en partant du principe que ce qui sera perdu en multiple sera gagné en TRI et leur permettra de passer plus vite à la gestion du fonds suivant», explique un spécialiste comme André Aubert chez LGT Capital Partners. On voit aussi ce cas se réaliser lors des spin-offs d'équipes liées à des structures captives. L'objet de la vente est alors généralement constitué de participations directes. Ces participations sont rarement vendues à l'unité, plus souvent sous forme de portefeuille, ce qui peut amener l'acheteur à recréer un petit véhicule. Il doit aussi décider qui poursuivra la gestion des lignes, et redéfinir les conditions de cette gestion (fees, carried interest). Enfin, bien que le GP ne soit pas engagé à trouver une contrepartie, il peut aider un LP à identifier un acquéreur pour ses parts : soit auprès d'un autre investisseur du même fonds, ce qui est très fréquent et peut apparaître dans les statistiques, soit auprès d'un autre grâce à son droit de veto et à ses choix stratégiques liés à la maîtrise du tour de table.■

COLLER CAPITAL : LE PIONNIER

Créé en 1990 par Jeremy Collier, ce spécialiste a souvent innové sur le marché du secondaire : en 1994 avec le premier fonds dédié à ce segment en Europe, en 1996 avec le premier investissement direct dans un portefeuille secondaire (Arrow Capital), en 1998 avec le premier fonds global (CIP II, 240 millions de dollars) et un premier très gros investissement – sur un portefeuille de Shell US pour un total (avec co-investissements) de 265 milliard de dollars. En 2000, CIP III (500 millions de dollars) est investi à 50% dans le rachat de 3 portefeuilles comprenant 250 lignes (parts de fonds et parts directes) de NatWest Bank – la transaction réalisée à l’occasion du rapprochement avec RBS se traite pour 1 milliard de dollars au total, « toujours avec le support des co-investisseurs que nous pouvons inviter sur ce genre d’opérations », explique Daniel Dupont. Puis il reprend, en 2001, 27 compagnies high techs à Lucent, lançant les débuts d’un marché secondaire direct professionnalisé. 2002 est l’année où Collier Capital lève un fonds IV record de 2,6 milliards de dollars. En 2004, State of Connecticut Retirement and Trust réalise la première cession majeure en secondaire d’un fonds de pension US auprès de Collier Capital ; Abbey National Plc lui vend aussi un portefeuille de 748 millions de livres (1,33 milliards de dollars). En 2006, ce pionnier réalise le premier investissement secondaire en Inde (participations dans ICICI Venture II), avant de lever en 2007 CIP V à hauteur de 4,6 milliards (nouveau record), déjà engagé à 50%, moitié-moitié entre des parts de fonds et des participations directes. ■

“Historiquement, le pourcentage d’engagements en primaire qui font l’objet d’une transaction secondaire sur des parts de fonds est de l’ordre de 3 à 5%. Mais avec une industrie plus mature, cette moyenne tend vers le haut.”

Bernhard Engelin, Cogent Partners

AXA PRIVATE EQUITY S’EN FAIT UNE SPÉCIALITÉ

AXA Private Equity a levé au printemps 2007 son quatrième fonds dédié au secondaire, AXA Secondary Fund IV, à hauteur de 2,9 milliards de dollars, ce qui portait, avec par ailleurs une poche spécifique de 1 milliard de dollars dédiée au early secondary*, à près de 6 milliards de dollars le total de ses actifs en fonds secondaires sous gestion (avec notamment les fonds ASF I, ASF II et ASF III, 220+700+1040 millions de dollars). La stratégie d’AXA PE en secondaire est appliquée par l’équipe fonds de fonds, 90 professionnels dont 45 investisseurs dirigés par Vincent Gombault, afin de faire jouer les synergies et de mieux connaître les GPs soutenus. « Comme pour le fonds de fonds, nous évitons de trop diversifier et préférons nous concentrer sur quelques noms. » A savoir : 3 ou 4 pour le LBO large-caps aux Etats-Unis, 3 ou 4 en Europe, une quinzaine de GPs mid-caps de chaque côté de l’Atlantique, quelques gérants en Asie et un maximum de 5% dans le venture (même en 2000). Avec une large préférence pour les rachats de parts de fonds matures, qui représentent près de 80% des actifs repris, contre moins de 20% pour les portefeuilles de participations directes

dans des sociétés non cotées... La possibilité d’associer des opérations primaires et secondaires dans une stratégie globale d’investissement est évidente, « notre approche étant plutôt de découvrir un gérant grâce au secondaire, sans s’engager pour autant sur l’investissement primaire futur » (pour un pure player exclusif en secondaire, ces opérations permettent de faire découvrir à ses LPs de nouvelles équipes prometteuses, notamment dans le cas de spin-offs)... Le recours au early secondary comme « faux primaire » pour investir auprès d’une équipe après avoir vu ses premiers investissements peut aussi être employé. Surtout, Vincent Gombault insiste sur ses capacités de due diligences sur les sous-jacents : « Grâce à notre historique en fonds de fonds, nous pouvons par exemple appeler tous les directeurs d’investissement du GP gérant les participations du fonds repris, mais également ceux qui, au sein d’autres GPs, ont géré des opérations primaires ou secondaires sur ces participations. » Aujourd’hui, AXA Secondary Fund IV est engagé à 40%... ■

*Fonds peu matures, engagés à moins de 50% et/ou ayant moins de 3 ans à l’amorce de la transaction, selon les définitions.

... demande directe des institutionnels croissante avaient mené à une situation de premium qui a pu atteindre 15 à 20% de la NAV jusqu’en juin 2007 (voir graphique). Un expert cite aussi les quelques cessions en « tertiaire » ou même cette prime de 86% sur un actif vendu en 2006, en rappelant que « des estimations trimestrielles en baisse n’entravent en rien les bonnes performances possibles à long terme, même sur les vintages 2006 ou 2007 ».

Cet hiver le marché est revenu à l’équilibre, avant de constater quelques décotes depuis : -10 à -15% sur de beaux actifs (KKR, TPG, Carlyle, CVC, Cinven, 3i, etc.) repris ce printemps par des fonds de fonds. Et il y a débat, entre acheteurs et vendeurs, pour savoir si on a atteint un plancher ou si les prix vont encore baisser : « Il va y avoir énormément d’actifs à reprendre, mais avec une grande inégalité dans la qualité », estime Vincent Gombault, en évoquant toutes les banques en difficulté et les boards des fonds de pension ou compagnies d’assurance qui ne peuvent plus accepter – « comme ils l’ont fait souvent pendant les premiers mois de la crise » – de dépasser leur ratio idéal en private equity (2 à 10% selon les cas). Si les prix devaient encore diminuer, les acteurs en secondaire pour-



raient renouveler des performances passées qui ont parfois été extraordinaires – pour ne pas dire « indécentes » vu le peu de risques pris sur des actifs matures – de l’ordre de 30 à 50% nets pour certains fonds secondaires. Sinon, les spécialistes pourraient se contenter de proposer 15 à 25% nets*, « sachant que la notion de multiple [moins de 2 en général en secondaire contre plus de 2 en fonds de fonds primaire] est aussi importante sur ces placements plus courts », rappelle Charles Soullignac (292 millions d’euros levés pour son troisième fonds dédié, Fondinvest VI, en 2002).

Un marché diversifié

Au-delà d’une segmentation par métiers sous-jacents, le marché est aujourd’hui plus divisé par géographie (57% US, 30% Europe, 13% autres) et par taille de transactions : au-dessous de 10 millions, entre 10 et 100 millions et au-dessus. Par opposition au fonds de fonds qui disposent d’une poche secondaire pour réduire leur courbe en J, les acheteurs spécialisés (ceux précités auxquels s’ajoutent GS, AlpInvest, Partners Group, Greenpark, etc.) sont plutôt positionnés sur le haut et le milieu du marché. A moins de s’appeler Headway Capital, ce spin-off de Collier créé en 2004 (avec Laura Shen Lefranc, Christiaan de Lint et Sebastian Junoy) qui propose du « sur mesure » pour des transactions plus petites et plus complexes, à l’image ...



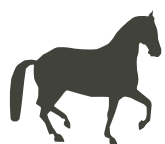
*Nous apportons
la liquidité aux LPs ...*

*... mais nous offrons
bien plus aux GPs.*

Dans nos transactions, nous préservons l'équilibre entre le GP et tous les LPs, anciens et nouveaux. Nos LPs de substitution sont recherchés pour leur présence globale, leur appétit pour la classe d'actif, et leur capacité d'exécution. Nous sommes appréciés pour notre connaissance du Private Equity de l'intérieur.

Nos clients sont les LPs sortants, investisseurs institutionnels et privés. Nous accélérons leur liquidité et optimisons leurs conditions de sortie.

- Recentrage stratégique
- Rééquilibrage de portefeuille
- Gestion dynamique du risque
- Contraintes réglementaires
- Recherche de liquidité
- Extériorisation de plus-value



Roux Capital

Private Equity Secondary Advisory

37, rue Rousselet, 75007 Paris
T +33 (0)1 40 56 94 61
francois.roux@rouxcapital.com
www.rouxcapital.com



DR

“Le private equity a longtemps été la seule classe d’actif où les gérants de portefeuille [institutionnels ou fonds de fonds] ne faisaient qu’acheter.

Depuis maintenant deux ans, c’est en train de changer.”

Mathieu Dréan, société de conseil Triago

RÔLE CROISSANT DES INTERMÉDIAIRES

Dans le cas d’une cession à un nouvel investisseur, «un GP préférera souvent que l’opération se fasse avec un intermédiaire indépendant, afin qu’il ne se trouve pas pris entre deux LPs «clients» pour fixer le prix», explique François Roux. Face à une forte demande, presque toutes les transactions seraient désormais intermédiées pour le compte des LPs au-dessus de 20 millions par des acteurs comme UBS, Triago, Cogent, Probitas, Campbell Lutyens ou encore Roux Capital, Carta Diem, etc. Certains conseils peuvent aussi être côté GPs sur d’autres transactions en tant qu’agents de placement... A part peut-être pour les fonds de fonds, qui ont une vraie proximité avec les gérants des fonds sous-jacents, le rôle de ces intermédiaires est souvent structurant sur des transactions longues et complexes, par exemple pour suivre pendant un an la cession d’un portefeuille de parts directes ou d’un portefeuille de parts de fonds (de plus en plus fréquente aussi), avec des changements de périmètre qui interviennent en cours de route et des valorisations qui bougent constamment... «Nous sommes aussi déterminants pour obtenir le meilleur prix», affirme Philippe d’Hemery chez Carta Diem, en évoquant une forme de «contrôle qualité» sur les actifs mis en vente et des capacités particulières pour évaluer certains portefeuilles, par exemple en capital-risque. ■

Philippe d’Hemery (Carta Diem) évoque une forme de «contrôle qualité» des intermédiaires sur le marché secondaire.



DR

EXEMPLES RÉCENTS EN FRANCE

2007 : Eurazeo cède un portefeuille de parts dans 28 fonds pour 520 millions de dollars à AIG Global Investment Group ;

2006 : Arcis Group reprend pour plus de 100 millions d’euros le portefeuille non coté d’EDF Capital Investissement ; un pool d’investisseurs acquiert les 6 dernières participations directes (minoritaires) de Bridepoint Europe I (millésime 1998) en France ; Vivendi cède pour 100 millions de dollars d’investissements directs à Tempo Capital Partners ;

2004 : AXA PE reprend un portefeuille détenu par Crédit Agricole pour plus de 400 millions d’euros.

••• des reprises réalisées en France sur les «queues de portefeuille» des premiers FCPI de Seventure et Viveris. Ou bien d’être l’un de ces spécialistes de la gestion déléguée (Vision Capital, Tempo Capital, Equitis, Ventizz, Becap, etc.) qui lèvent parfois eux-mêmes des fonds pour racheter des portefeuilles de participations directes. Le haut du marché est devenu très concurrentiel, et presque toujours intermédié (voir encadrés). «Presque» parce que le secondaire recouvre encore beaucoup de situations spéciales ne permettant pas de standardiser les processus de vente. «Les prix devraient aussi baisser plus sur le haut du marché à cause des forts leviers bancaires placés en large LBO», estime Philippe Munch chez Greenpark Capital (730 millions d’euros levés pour le fonds III en 2007), pure player créé en 2000 par d’anciens de Coller pour rester sur un mid-market moins encombré. «Nous proposons avant tout aux LPs un service à la liquidité sur mesure», rappelle Guy Rico, associé de Paul Capital Partners en France (1,65 milliard de dollars levés au printemps pour le fonds IX), évoquant des relations étroites, parfois trois ou quatre ans avant que la transaction n’aboutisse, et une approche long terme qui oblige les acheteurs à proposer le juste prix à des vendeurs de plus en plus récurrents. «Cette approche de proximité favorise les acteurs qui ont un bon réseau local», ajoute Henri Isnard. «Nous recherchons en priorité des actifs de qualité et privilégions les deals désintermédiés où notre lien avec les GPs joue un rôle prépondérant», note André Aubert chez LGT Capital, dont jusqu’à 20% des fonds de fonds sont alloués au secondaire. Plus les transactions sont exclusives (et souvent compliquées), moins le prix est le résultat d’une simple évaluation et plus il prend en compte d’autres critères : la qualité du gérant pour des parts de fonds, de la structuration**, avec souvent des systèmes de compléments de prix, etc.

En résumé, même si ce marché reste assez peu transparent, le secondaire est devenu un véritable outil de gestion sur lequel il n’est plus honteux de communiquer. En témoigne aussi la part croissante des «stapled secondaries» qui combinent une vente sur le marché secondaire avec une levée (ou une option de levée) sur le fonds primaire suivant : «Avec également souvent un avantage aux fonds de fonds ou institutionnels qui ont une force de frappe sur les deux segments», poursuit Mathieu Dréan, en évoquant une séparation de moins en moins évidente entre primaire et secondaire. Avec la conjoncture actuelle et l’évolution structurelle du marché, les actifs en vente sont plus nombreux et les acheteurs potentiels aussi. De quoi provoquer une rencontre «vers le juste prix» et rassurer les nombreux institutionnels – français et européens notamment – qui n’ont pas encore optimisé leur allocation en private equity par crainte d’un manque de liquidité. ■

*Les rémunérations des gérants se situent entre celles du fonds de fonds primaires et celles du private equity direct, c’est-à-dire autour de 1,5% de frais de gestion et 15% de carried-interest.

**On a vu plusieurs transactions structurées avec des joint-ventures (JV) ou des special purpose vehicles (SPV) regroupant acquéreur et vendeur, et même des cotations en Bourse (IPO), des créations de collateralised fund obligation (CFO, véhicules de titrisation permettant un refinancement par de la dette avec différentes tranches et ratings), et des synthétiques (transferts des flux financiers résultant du portefeuille uniquement, sans la propriété).