

PRIVATE EQUITY MAGAZINE

Le journal des professionnels du capital investissement

<http://www2.pemagazine.fr/magazine/les-fonds-entrepreneuriaux-montent-au-creneau,76/2010-annee-record-pour-le-secondaire,2046>

■ DOSSIER(S) ■ ENQUETE

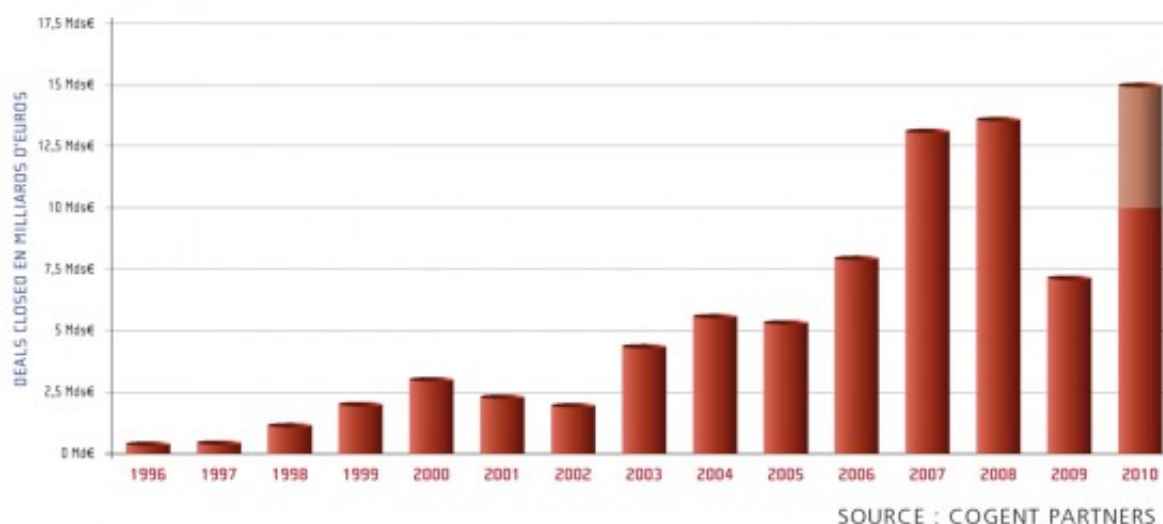
🔍 Enquête sur le secondaire

2010, année record pour le secondaire

Avec 15 milliards d’euros de transactions prévus cette année, le secondaire s’apprête à connaître son plus haut historique. L’abondance de drypowder et la réduction de l’écart entre les attentes des vendeurs et celles des acquéreurs ont fini par débloquer le marché. Le private equity, une classe d’actifs enfin liquide ?

On l'avait annoncé pour 2008, il n'en fut rien. On avait recommencé en 2009, nouvel échec. Alors, 2010 sera-t-elle, enfin, l'année du secondaire ? « En 2008, le crash financier a bousculé les prévisions. En 2009, l'absence de visibilité sur les sous-jacents a rendu le pricing des actifs difficiles. Aujourd'hui, ces deux facteurs ont disparu, et rien ne devrait empêcher une bonne année sur le segment », explique François Roux, président de Roux Capital. De fait, les chiffres semblent aller dans son sens. Selon la dernière étude de Cogent Partners, réalisée en octobre dernier, le volume de transactions secondaires pourrait atteindre 15 milliards d'euros cette année, contre 7,2 milliards en 2009 et 13,6 milliards en 2008. « Le marché secondaire est très actif par rapport à 2009, confirme Bernhard Engelen, managing director du bureau de Londres de Cogent.

VOLUME DES TRANSACTIONS SUR LE MARCHÉ SECONDAIRE



Cliquer pour agrandir

Un retournement fort est intervenu à la fin de l'année dernière, avec confirmation sur les trois premiers trimestres de cette année. Et depuis janvier, les transactions réalisées ont déjà atteint 18 à 20 milliards de dollars. La fourchette haute de nos prévisions, entre 20 et 25 milliards de dollars de transactions, sera donc atteinte. » Même si le secondaire reste un segment très minoritaire du private equity – environ 2 500 milliards de dollars investis –, il connaît donc en 2010 son année de plus grande visibilité, avec un plus haut historique en valeur. Une pléthore de transactions. De fait, les intervenants – traditionnels ou non – sur ce segment ont rivalisé d'activité ces derniers mois. Tel est le cas de LGT Capital Partners, comme l'explique Ivan Vercoutère, l'un de ses managing partners : « Nous avons déjà fait, au premier semestre 2010, autant que durant toute l'année 2009, qui avait pourtant été déjà active chez nous. » En 2009, le fonds basé en Suisse avait en effet multiplié par trois son activité en volume par rapport aux années 2005, 2006 et 2007, avec plus de 30 transactions réalisées portant sur 500 millions d'euros de valeur d'actifs et un discount moyen de 50 %. « Nous avons su rester agressifs durant cette période défensive, ce qui nous a permis de réaliser des transactions avec près de 80% de décote », précise Ivan Vercoutère. Idinvest, de son côté, est sur le point d'atteindre le plafond qu'il s'était fixé, soit 30 % de son fonds de fonds V – clos fin 2009 à 315 millions d'euros – investis dans le secondaire. « Les investissements sur ce segment sont ceux qui sont intervenus le plus rapidement, explique Christophe Bavière, président du directoire de l'ex-AGF Private Equity. Ainsi, 7 transactions ont été réalisées depuis 2009, et 22 sont dans le deal flow à l'heure actuelle, pour des parts de fonds small cap allant de 5 à 15 millions d'euros. » Chez Fondinvest, le fonds VIII, doté de 360 millions d'euros, est déjà investi à 40% « sur des transactions moyennes de l'ordre de 6 millions d'euros », précise Charles Soullignac, son PDG. Du côté d'Arcis, un peu moins de 50 % des 350 millions d'euros levés en 2008 sont aujourd'hui investis, « avec une répartition à peu près égale entre parts de fonds et participations directes », indique Henri Isnard, son associé gérant, la cible des tickets du GP se trouvant entre 20 et 50 millions d'euros. Toujours sur le segment du small cap, Unigestion, le gestionnaire basé à Genève qui a levé 162 millions d'euros depuis fin 2009 pour son fonds dédié USO II et a commencé d'investir en mars 2010, a d'ores et déjà utilisé 38% de la somme. « Nous avons fait 9 transactions qui nous ont permis d'acquérir 11 participations dans des fonds, pour les trois quarts européens. Tous ces véhicules étaient appelés à plus de 50 % », précise Christian Dujardin, son vice-président en charge du private equity. USO II devrait être investi à plus de 80% d'ici fin 2011, soit un an avant que sa période d'investissement ne s'achève. Pour ce qui est des transactions d'envergure, la médiatisation en France du rachat par Axa Private Equity, en avril, de 1,9 milliard de dollars d'actifs

détenus par Bank of America et de 534 millions d'euros de lignes auprès de Natixis ne doit pas cacher que d'autres opérations ont eu lieu par ailleurs, notamment aux États-Unis ou au Royaume Uni. Citigroup s'est ainsi séparé de 900 millions de dollars d'actifs en juillet au profit de Lexington, RBS a cédé pour 400 millions d'euros d'actifs à Alpinvest en mai, Coller a acquis 70% d'un portefeuille de 480 millions de livres de lignes détenues par Lloyds Banking en juillet, et cette dernière serait en cours de cession d'un autre important portefeuille à Deutsche Bank.

Concernant les GPs français, Axa Private Equity semble être le seul à être intervenu sur des deals de cette taille. « Nous avons acheté au total pour 2,9 milliards de dollars d'actifs depuis le début de l'année, auxquels il faut ajouter 150 millions d'euros en early secondaire », explique Vincent Gombault, associé en charge du segment chez Axa PE. 90 % de Axa Secondary Fund IV est aujourd'hui investi et 40 % d'Axa Early Secondary IV. Et la chasse n'est pas finie : « Nous recherchons des deals de 250 à 300 millions de dollars », indique Vincent Gombault. Au total, le GP consacre 7 de ses 16 milliards de dollars d'actifs sous gestion en fonds de fonds au secondaire. Au final, seules les transactions de taille moyenne semblent donc encore en retrait aujourd'hui. Les opérations situées entre 50 et 100 millions d'euros paraissent en effet briller par leur absence. Et il pourrait s'agir d'une structuration de long terme du marché. En effet, alors que quelques géants du secondaire, pour la plupart anglosaxons, sont prêts à s'affronter sur des enchères pour les mega deals, la grande majorité des acteurs – qui ne sont pas des spécialistes du marché –, préfèrent se concentrer sur des deals inférieurs à 20 millions d'euros afin de rester dans une situation d'exclusivité à même d'éviter une envolée des prix. Le rebond des prix Parmi les principales raisons de la reprise des transactions, il faut citer l'importance des fonds disponibles du côté des acheteurs et la réduction du spread de prix entre vendeurs et acheteurs, réduction elle-même due à une meilleure visibilité sur les sous-jacents. Si cette dernière hypothèse est mise en doute par certains – « l'argument selon lequel il n'était pas possible de valoriser les actifs pendant la crise ne tient pas », explique Ivan Vercoutère, de LGT –, le retour de la croissance a tout de même permis de clarifier les lignes. Pour ce qui est des capitaux disponibles, si les estimations divergent sur le chiffre précis, tout le monde s'accorde en revanche sur la présence de liquidités importantes du côté de la demande. « Nous estimons que 37 milliards de dollars sont à investir sur les 24 prochains mois », déclare Bernhard Engelen, de Cogent. François Roux, de son côté, estime que 50 milliards majorité des acteurs – qui ne sont pas de dollars sont aujourd'hui disponibles chez les spécialistes du secondaire. « Et il y en a autant chez les généralistes du private equity, qui regardent eux-aussi le marché », ajoute ce dernier. Axa Private Equity s'apprête ainsi à lancer la levée d'un nouveau fonds de fonds secondaire, avec un objectif de 3,5 à 4 milliards d'euros de collecte, alors que Idinvest va pour la première fois lever un fonds de fonds dédié à ce segment. Le premier closing interviendra avant la fin de l'année, aux alentours de 50 millions d'euros, avec le groupe Allianz comme sponsor du véhicule, et 100 millions sont visés d'ici mi-2011. En 2011, justement, LGT Capital Partners va lui aussi amorcer une nouvelle levée, un an seulement après le closing de son dernier fonds. Cette abondance de capitaux se traduit de facto par de nombreuses intentions d'achats dans le dealflow des intermédiaires. « Nous en avons 7 500 aujourd'hui », précise Antoine Dréan. Intentions qui ne manqueront pas de pousser les prix à la hausse.

Mais la remontée des valeurs d'actifs nettes (NAV), comme la réduction des décotes par rapport à celles-ci, ne s'explique qu'en faible partie par ce facteur demande « La hausse de la concurrence sur les deals favorise bien entendu la réduction des décotes, ajoute Pierre-Antoine de Selancy, fondateur de 17Capital, qui vient de lever 88 millions d'euros pour du financement mezzanine sur le secondaire, mais la principale raison de cette remontée est la reprise des marchés financiers dans leur ensemble. Contrairement à ce qui a longtemps été prétendu, le secondaire est un segment qui n'est pas contra- mais pro-cyclique. » En tout état de cause, le temps des soldes semble révolu. « Les transactions se font aujourd'hui à des prix situés entre 85 et 90% de la NAV pour les fonds de buy out », estime Bernhard Engelen, de Cogent. « Nous approchons, voire dépassons le pair sur certains deals », signale Antoine Dréan, de Triago. Mais si les décotes disparaissent, cela ne signifie pas que les NAV ont retrouvé leur valeur d'avant crise pour autant : « La forte baisse du début 2009 n'a pas encore été compensée par la remontée enclenchée quelques mois plus tard », observe Christian Dujardin, senior vice president chez Unigestion. Selon la dernière étude de Triago sur le sujet, les NAV sont en effet encore inférieures de 15 %, en octobre, à ce qu'elles étaient en juin 2009.

Les banques se délestent

En tout état de cause, la présence de liquidités n'aurait que peu d'influence sur le déblocage du marché si les acheteurs ne trouvaient personne, en face, qui soit prêt à leur céder leur part de fonds ou leurs participations. Or, les vendeurs sont là. « Le secondaire est un marché cyclique. Beaucoup de LPs sont donc désireux de concrétiser la remontée des prix par un désengagement », explique François Roux, de Roux Capital. Guerre des changes, capacité de certains pays de la zone euro à rembourser leur dette sont autant de facteurs d'incertitude qui incitent les vendeurs

potentiels à profiter de l'embellie des prix des derniers mois pour « dérisquer » leur portefeuille. Il faut aussi compter sur les institutions qui sont entrées sur la marché du private equity en 2005 et 2006 et qui reviennent aujourd'hui sur leur décision. Les banques et les assureurs pourraient se ranger dans cette catégorie. Les règles prudentielles issues de Solvency II et de Bâle III les amènent à poursuivre leur désengagement de cette classe d'actifs, malgré l'amélioration de leur bilan depuis douze mois. « Plus de 50 % de notre deal flow est nourri par des institutions bancaires aujourd'hui », confirme Christian Dujardin, d'Unigestion. Selon Cogent, la composition des actifs mis à la vente consiste principalement en parts de fonds fortement appelés. Les ventes du premier semestre 2010 ont ainsi porté sur des fonds appelés en moyenne à 73,6 %, contre 60,6 % au premier semestre 2009. Concernant le type de sous-jacents s'échangeant sur le secondaire en 2010, Cogent précise que les parts de fonds de buyout restent fortement majoritaires, avec 76 % des transactions en volume, loin devant les actifs énergétiques (17 %), immobiliers (5 %) et distressed (2 %).

De nouveaux acteurs

Du côté des acheteurs, l'arrivée d'acteurs du primaire sur le segment semble se pérenniser, comme chez Amundi. « Nous sommes investisseurs occasionnels sur le marché depuis un an et demi environ, explique Bernard Arock, directeur général d'Amundi Private Equity Finance. Nous avons une approche opportuniste, qui reste prudente. Sur la vingtaine de lignes que l'on nous a proposées depuis le début de l'année, les transactions réalisées se comptent sur les doigts de la main. » Le boom a également suscité la naissance d'acteurs nouveaux, au positionnement plus ou moins classique. Par exemple Bex Capital, créé en 2009 : « Nous trouvons des LPs vendeurs, effectuons les due diligences et, ensuite seulement, nous allons chercher des acheteurs que nous réunissons dans un FCPR allégé », explique Benjamin Re villon, le fondateur de la société. Bex Capital a monté sa première opération cette année en rachetant une part de fonds détenue par un family office à hauteur de 10 millions d'euros. « Et une autre transaction pourrait être closée d'ici la fin de l'année », ajoute-t-il. Pour le plus classique, on peut signaler la création à l'automne du fonds Committed Advisors par des transfuges d'Axa Private Equity. Le fonds, qui a collecté 150 millions d'euros pour son premier closing en octobre et vise 250 à 300 millions d'ici huit mois, vient de réaliser sa première transaction. « Nous avons acheté une part de fonds mature aux États-Unis, investi sur 8 lignes de participation, pour 25 millions de dollars, précise Barthélémy de Beaupuy, associé, qui ajoute (en se gardant d'être trop précis) : nous avons obtenu une décote à deux chiffres... » Le fonds serait par ailleurs en cours d'étude d'un portefeuille de participations directes, dont l'acquisition pourrait intervenir avant la fin de l'année. « Nous allons effectivement être actifs dans les mois qui viennent », se contente de commenter Barthélémy de Beaupuy.

Le panorama des acheteurs est donc en évolution continue. Sur les 78 acheteurs avec lesquels Cogent a mené une transaction entre le 1er janvier 2009 et le 30 juin 2010, 53% d'entre eux étaient des acteurs non traditionnels, dont 11 family office, 7 fonds de pension ou fonds souverains et 5 fondations universitaires. Ces acheteurs non traditionnels sont intervenus en moyenne sur des deals plus importants que les pure players du secondaire. « Ils ont acquis 31% des parts de fonds que nous avons mis à la vente ces dix-huit derniers mois pour 54% de la valeur », précise Bernhard Engélien, de Cogent. Au final, le décollage tant attendu du secondaire, entrevu seulement en 2008 avant l'accident de piste des marchés financiers, semble cette fois au rendez-vous. Et 2011 devrait voir le segment poursuivre sur cette lancée. « Nous attendons au moins autant d'activité en valeur qu'en 2010 », avance Bernhard Engélien. Le niveau de prix actuel devrait amener des vendeurs supplémentaires sur le marché, tandis que la mise en place des nouvelles exigences réglementaires imposées par Bâle III, Solvency II et la Règle Volcker incitera les institutions financières et les compagnies d'assurance à poursuivre leur désengagement pour ne pas avoir à augmenter leurs fonds propres. « Les ventes réalisées par les institutions financières seront la locomotive de l'activité des douze à vingt-quatre prochains mois », confirme François Roux. Par ailleurs, selon Cogent, les appels de fonds par les GPs devraient augmenter à moyen terme, ce qui aura pour conséquence d'accroître la part du private equity dans l'allocation d'actifs des LPs, forçant ces derniers à examiner les options de gestion de ces actifs à leur disposition. En un mot, le secondaire, c'est parti, et pour longtemps.

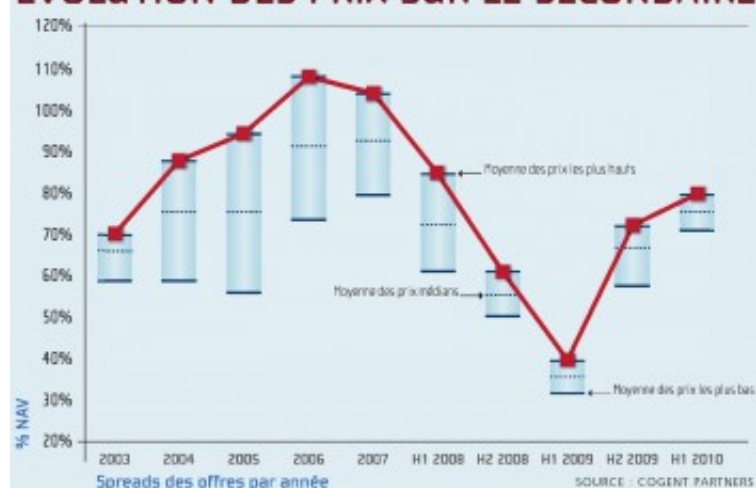
▣ [Stéphane Gillier](#)

Baisse des tri sur le primaire et courbe en J : Les raisons d'aller sur le secondaire

Gestion des risques, gestion de la liquidité, changement de stratégie d'allocation d'actifs, toutes les raisons sont bonnes pour intervenir sur le secondaire. Mais du point de vue économique, aucune ne vaut celle qui consiste à vouloir diminuer l'effet courbe en J. Tout nouvel entrant sur le marché « primaire » du private equity ne peut en effet éviter le creux de cette courbe, qui correspond à la période initiale où il doit faire face aux appels de fonds sans retour sur investissement. Ainsi, la réduction de la courbe est la raison principale pour acheter des actifs plus matures pour les investisseurs, qui sont déjà en phase de distribution. Un nouveau facteur incitatif est par ailleurs venu s'ajouter à cette justification classique de tout investissement dans le secondaire. Il s'agit de la baisse considérable des retours sur investissement (ROI) que peuvent attendre les LPs sur leurs actifs primaires. En effet, selon Coller Capital, la proportion de LPs ayant obtenu des ROI inférieurs à 10 % sur la durée totale de leur investissement a bondi à 51 % en 2010, contre 22 % en 2008 et 29 % en 2009. Seul un LP sur cinq (22 %) a obtenu un ROI supérieur à 16 %, contre 37 % à cette période de l'année en 2009 et 45 % à l'été 2007. Le développement du marché secondaire devrait donc bénéficier de ce changement structurel quant à la rentabilité du private equity primaire.

Evolution des prix sur le secondaire

ÉVOLUTION DES PRIX SUR LE SECONDAIRE



Graph1

Les différentes familles du secondaire

Early secondaire, secondaire mature, secondaire direct... Autant d'expressions qui correspondent à la structuration du marché en sous-segments assez distincts, avec des définitions qui peuvent changer d'un acteur à l'autre. « Pour nous, le early secondaire est tout achat de part de fonds appelée à moins de 50 % », explique Vincent Gombault. D'autres placent le curseur à un niveau plus bas. Le secondaire mature, à l'opposé, concernera les

achats de parts de fonds déjà investies à plus de 80 %. L'investissement dans un segment ou un autre correspond à des stratégies de gestion différentes. « Le early secondaire est une manière de faire du primaire à bas prix, estime Christian Dujardin, d'Unigestion. Cela a un sens, mais c'est différent d'une stratégie de pur secondaire qui consiste à avoir un retour rapide et une forte visibilité sur le portefeuille. » L'autre ligne de partage du marché passe entre le secondaire direct et le secondaire sur part de fonds. Alors que le premier consiste à racheter à un GP une ou plusieurs participations, le second verra l'acheteur acquérir non pas une société mais une part de fonds détenue par un LP. Le secondaire direct est très minoritaire par rapport au secondaire sur parts de fonds, avec moins de 20 % du total des transactions.

Les prévisions 2011

Selon Cogent Partners, 2011 devrait ressembler à s'y méprendre à 2010, en termes de valeur de transaction. « Une limite semble cependant atteinte vers 25 milliards de dollars, explique Bernard Enghelien, managing partner de l'intermédiaire. En effet, même si les sommes à investir sont importantes, les différents acheteurs n'ont pas de ressources extensibles à l'infini à consacrer au secondaire. Ils ne peuvent donc pas absorber beaucoup plus en termes de volume annuel. » Cogent prévoit aussi que les acheteurs non traditionnels resteront très présents sur le marché, en raison des bons retours sur investissements obtenus par ceux-ci sur les participations prises sur le marché primaire en 2009. Concernant les prix, enfin, il faudra s'attendre à un ralentissement de leur progression du fait de l'accroissement des positions vendeuses dans les mois qui viennent.

Les principales levées en France et alentours

LES PRINCIPALES LEVÉES EN FRANCE ET ALENTOUR

FONDS	GP	ANNÉE	MONTANT
Axa Secondary Fund IV	Axa Private Equity	2007	2 900 M\$
NC	Artis	2008	350 M€
USD II	Unigestion	2009	160 M€
Fondinvest VIII	Fondinvest	2009	360 M€
Axa Early Secondary Fund IV	Axa Private Equity	2010	546 M€
Committed Adv. Sec. Fund I	Committed Advisors	2010	150 M€
Crown Global Secondaries II	LGT Capital Partners	2010	1 200 (M\$)

FONDS	GP	ANNÉE	MONTANT
Axa Secondary Fund IV	Axa Private Equity	2007	2 900 M\$
NC	Artis	2008	350 M€
USD II	Unigestion	2009	160 M€
Fondinvest VIII	Fondinvest	2009	360 M€
Axa Early Secondary Fund IV	Axa Private Equity	2010	546 M€
Committed Adv. Sec. Fund I	Committed Advisors	2010	150 M€
Crown Global Secondaries II	LGT Capital Partners	2010	1 200 (M\$)

Graph2

<http://www2.pemagazine.fr/magazine/les-fonds-entrepreneux-montent-au-creneau,76/2010-annee-record-pour-le-secondaire,2046>