

Les Echos capital **finance**

N° 1254 | SEMAINE DU 3 OCTOBRE 2016

EN VUE Advent et Oberthur soufflent Safran I&S à Gemalto pour 2,425 Md€ // **P. 4** |

CONFIDENTIEL Sagard met HMY en vente // **P. 5** | **STRATÉGIE** B. Finet va quitter

bpifrance // **P. 13** | **EXCLUSIF** Les start-up françaises ont levé 977 M€ depuis janvier // **P. 17**



LE DOSSIER

Spécial secondaire

CHRISTOPHE SIMON, IDINVEST PARTNERS

International
Private
Equity
Market **IPEM**

**TARIF PARTENAIRE AVEC
LE CODE CAPITALFI17**

25-27 JANVIER 2017
PALAIS DES FESTIVALS - CANNES

www.ipem-market.com

Secondaire : quand les GPs s'en mêlent

Début 2016, dans un marché au ralenti, les « GP-led transactions » ont pesé 30 % de l'activité mondiale. Cette tendance ne doit rien au hasard.

Déviner quelle sera la photographie offerte par le private equity secondaire pour l'ensemble de cette année n'est pas une mince affaire. En 2014 et en 2015, le marché avait atteint une activité record, avec respectivement 42 et 40 Md\$ d'opérations dans le monde, selon Greenhill Cogent. Or, l'activité s'est « tassée » lors de la première moitié de 2016, avec 12 Md\$ de deals au compteur (cf. graphique, p. 19). Mais pas question d'y voir le signe d'un ralentissement, pour les acteurs de ce marché. « *Un certain nombre d'investisseurs d'envergure en secondaire ont joué la carte de l'attentisme, lors des tout premiers mois de l'année, dans l'environnement de forte volatilité qui a caractérisé l'ensemble des marchés*, pointe Christophe Simon, associé chargé de l'activité secondaire d'Idinvest Partners. *Mais le second semestre promet d'être plus actif. A la tête d'une dry powder colossale [Preqin estimait à 54 Md\$ la seule capacité d'investissement disponible des dix plus grands gérants du segment, fin juin, Ndlr], les acheteurs doivent être en ligne avec leurs objectifs de déploiement. Et les pricings en vigueur ont tout pour séduire la plupart des vendeurs.* » Au premier semestre, les prix se sont assez peu détendus sur le secondaire. D'après Greenhill Cogent, les deals se sont noués en moyenne à 87 % de la NAV des fonds de non-coté (toutes stratégies confondues), contre 90 % en 2015 (cf. graphique n° 2). « *Les fonds de pension, les assureurs et même les family offices continueront de procéder à des arbitrages dans la*

gestion active de leur portefeuille existant, juge Thomas Liaudet, partner chez Campell Lutyens. En parallèle, il ne faudra pas négliger un "effet Volcker Rule" du côté des banques. Ces dernières ont en théorie jusqu'au 21 juillet 2017 pour ramener à l'équivalent de 3 % de leur bilan leur exposition au private equity – mais il n'est pas certain que la Fed reporte une nouvelle fois cette deadline, comme elle l'a fait en 2015 et en 2016. »

Vintages antérieurs à 2007

Dans ce paysage, un type d'opérations devrait assurément continuer d'avoir le vent en poupe: celles initiées directement par des sociétés de gestion. Il s'agit de situations où ces dernières décident de prendre à bras-le-corps – bien souvent sous la contrainte – une reconfiguration d'envergure de la base de LPs de leurs fonds existants ou la cession d'une partie de leur portefeuille, au profit d'un ou plusieurs acquéreurs secondaires. Le poids de ces « GP-led transactions » est tout sauf anecdotique: Greenhill Cogent estimait à 30 % leur part de marché dans les volumes globaux de deals annoncés entre janvier et juin 2016. Dans un sondage mené auprès d'un panel d'investisseurs en secondaire, qui a été publié en mai dans son *Guide to the Secondary Market*, Dow Jones relevait que 58 % des répondants s'attendaient à une hausse du nombre de ce type de deals dans les douze mois suivants (37 % pariant sur une stabilité). Ce sentiment ne doit évidemment rien au hasard. « Si les GP-led transactions sont appelées à se développer, c'est parce qu'elles portent sur plusieurs dizaines de milliards de dollars d'actifs toujours en stock dans des véhicules millésimés 2005, 2006 ou 2007 – des années de levées records en volume, rappelle Daniel Benin, managing partner de Committed Advisors (équipe de secondaire dont le troisième fundraising est en cours, avec un hard-cap de 1 Md€). Or, ces fonds en fin de vie disposent encore de portefeuilles considérables, dont la cession, déjà retardée par la crise, reste parfois difficile à court terme. Il faut donc que les GPs trouvent une solution pour gagner du temps tout en répondant aux pressions à la liquidité venant des LPs. »

L'exigence d'une transparence totale

Mettre en œuvre ce genre d'opération suppose beaucoup de rigueur, pour la société de gestion concernée... « Dans cet exercice, pour un GP, l'une des clés est de savoir faire preuve de la transparence la plus totale et le plus en amont possible, tant envers tous les souscripteurs historiques qu'envers les acheteurs. Tous doivent avoir par exemple les éléments en main sur la dynamique de valorisation du portefeuille, et notamment les éventuelles variations de la NAV, à court terme », illustre Thomas Liaudet. L'objectif étant d'atteindre un accord optimal en termes d'alignement d'intérêts entre les vendeurs, les acheteurs et l'équipe de gestion du fonds. « Le GP doit concilier la nécessité de "topper" dans des

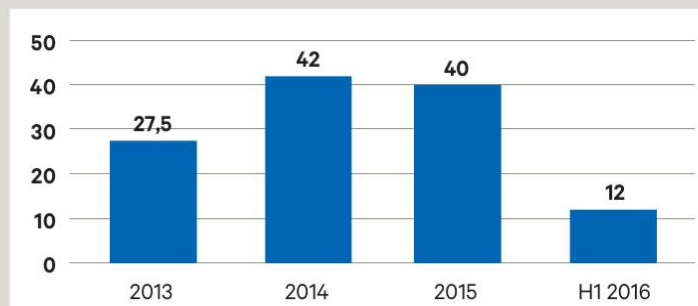
conditions favorables avec l'investisseur en secondaire avec celle de respecter à la lettre le devoir fiduciaire qui le lie à ses souscripteurs historiques. Ce qui suppose qu'il garantisse pour eux le meilleur pricing », poursuit-il. Cette nécessité est d'autant plus valable pour des raisons « commerciales ». « Une société de gestion qui décide d'initier une opération de secondaire aura tout intérêt à préserver de bonnes relations avec les souscripteurs qui souhaitent céder leurs parts d'un véhicule, juge Christophe Simon. Ce n'est pas parce que ces derniers souhaitent récupérer des liquidités à instant "T" pour des raisons diverses qu'ils ne participeront pas aux futurs fundraising de l'équipe. » Il ne faut pas oublier que ces opérations de secondaire sont évidemment un moyen, pour ces sociétés de gestion, de se « remotiver ». « Cela peut passer par une réinjection de new money par l'investisseur en secondaire pour renforcer les actifs existants, jusqu'à passer par la constitution d'un staple fund en vue de réaliser une poignée de nouvelles prises de participation », commente Daniel Benin. C'est par exemple cette dernière piste qui a été négociée par Motion Equity Partners auprès d'Harbourvest, en 2013 (lire, p. 20). // XAVIER DEMARLE



CHRISTOPHE SIMON
IDINVEST PARTNERS

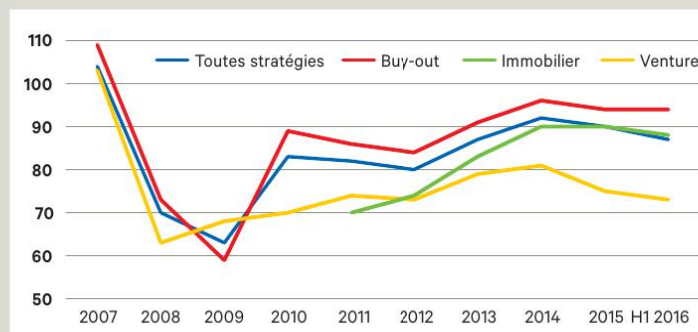
VALEUR DES DEALS DE PRIVATE EQUITY SECONDAIRE DANS LE MONDE (EN MD\$)

Source: Cogent Greenhill



PRICING MOYEN DES OPÉRATIONS DE SECONDAIRE DEPUIS 2007 (EN % DE LA NAV)

Source: Cogent Greenhill





PATRICK EISENCHTETER
MOTION EQUITY PARTNERS

En mauvaise posture il y a quelques années, le GP s'est tourné vers le secondaire pour se donner le temps de « monétiser » son portefeuille. Ce qui lui permet aujourd'hui de viser un nouveau fundraising, à 500 M€.

Comment Motion EP s'est allié à Harbourvest pour rebondir

Motion Equity Partners est sur le point de réussir son pari : faire oublier la mauvaise passe qui était la sienne en plein cœur de la crise. En 2011, l'équipe de middle market LBO avait dû se restructurer, après l'échec de plusieurs de ses investissements, comme SGD et CPI en France. Son portefeuille avait alors été « nettoyé » pour ne conserver que sept lignes. La fermeture des bureaux de Francfort et de Londres avait été décidée, pour permettre un recentrage sur la France et l'Italie. Lex-Cognetas en avait aussi profité pour adopter son nom actuel et pour porter à sa tête Patrick Eisenchteter, comme managing partner. Aujourd'hui, l'heure est revenue à la sérénité chez Motion EP. Au point même que, début septembre, la firme a entamé un nouveau fundraising, pour un objectif de 300 M€ (auxquels elle souhaite adjoindre 200 M€ sous forme de co-investissements). Si elle aborde avec confiance son retour aux devants des LPs, elle le doit largement à une opération de secondaire d'envergure sur le fonds de 1,25 Md€ levé en 2005.

Eviter des « ventes forcées »

Cette transaction a permis à Motion EP de résoudre l'équation difficile qui se présentait à elle, en 2013. « Après notre restructuration, un grand nombre de LPs de notre fonds, majoritairement anglo-saxons, avaient exprimé le souhait de voir les ventes d'actifs s'accélérer pour récupérer davantage de liquidités », explique Patrick Eisenchteter. Consciente de cette exigence, la société de gestion jugeait cependant avoir besoin de temps pour se séparer de son portefeuille dans de bonnes conditions. « Procéder à une vente forcée de nos actifs à cette époque aurait induit d'importantes pertes de valeur, poursuit le managing partner. Il était donc plus sage de trouver une solution permettant de céder nos participations au bon timing. » Motion EP s'est donc mis en quête d'un investisseur désireux de faire affaire avec les LPs sur le départ. L'équipe a alors organisé une enchère garantissant la « transparence absolue » auprès de tous ses investisseurs. Deux offres se sont rapidement dégagées. L'une émanait d'Harbourvest, l'autre du fonds de pension canadien CPPIB. C'est la première qui s'imposera. « Grâce à ce processus, les LPs ont pu céder leurs parts à un pricing bien plus attractif qu'ils n'auraient pu le faire s'ils l'avaient fait individuellement dans le

second marché auprès d'autres investisseurs, en direct », estime Patrick Eisenchteter.

Injection de new money

En lançant cette enchère, Motion EP voyait plus loin qu'une « pure » opération de secondaire : son idée était d'attirer un acquéreur aussi en mesure de lui allouer une enveloppe pour de nouveaux deals. « S'assurer de pouvoir continuer à investir dans notre segment de prédilection – les sociétés valorisées jusqu'à 300 M€ – était un élément essentiel pour retrouver la stabilité nécessaire à la bonne gestion du portefeuille et assurer à notre équipe un horizon de moyen-long terme », note Patrick Eisenchteter. Harbourvest s'est ainsi engagé à fournir quelque 100 M€ à Motion EP. En tenant compte des co-investissements menés sur les deals, la société de gestion s'est ainsi donné les moyens de déployer jusqu'à 70-80 M€ par opération. Un exercice auquel elle s'est attaquée dès mi-2014 dans l'italien Cellular Lines, puis dans deux sociétés tricolores, CDL et Altaïr. En parallèle, Motion EP s'est employé à démontrer que patienter pour céder ses participations historiques en valait la chandelle. Après s'être séparé de sa participation résiduelle dans Diana (valorisé 1,3 Md€ par Symrise), en 2014, la firme a profité de 2015 pour revendre l'activité de distribution de carburants de Tokheim à l'américain Dover Corporation pour 425 M€, et pour signer sa sortie de FullSix auprès de Havas. En 2016, Motion EP a ensuite matérialisé son retrait de l'enseigne italienne de « pet care » Arcaplanet au profit de Permira, et celui du fournisseur britannique de services d'infrastructures Morrison, auprès de First Reserve. Deux dernières cessions qui se seraient soldées sur des multiples respectifs de 5,7 et de 3,5 fois la mise initiale.

Plus de deux fois la mise

Cette vague de sortie a permis de remettre Motion EP dans une position confortable pour renouer aujourd'hui avec un fundraising. « La manière dont nous nous sommes repositionnés ces dernières années nous permet d'afficher des caractéristiques proches de celles d'un first-time fund – notamment en matière de motivation. Tout cela sachant que notre équipe a pour avantage un track-record commun de plus de dix ans, avec un multiple global supérieur à deux fois nos investissements », résume Patrick Eisenchteter. // XAVIER DEMARLE



MIREILLE KLITTING
FIVE ARROWS

Une quarantaine de véhicules seraient en cours de commercialisation, selon Prequin. A l'heure de sa maturation, le marché secondaire est animé par des stratégies de plus en plus ciblées.

Le nombre de fonds en levée atteint un record historique

Le secondaire n'est pas la pierre angulaire du private equity, si tant est qu'elle existe, mais il est devenu une brique essentielle de la construction des portefeuilles des LPs. Au fil des ans et de la maturation de cette classe d'actifs, un grand nombre d'acteurs proposant des stratégies de plus en plus fines ont émergé. D'après Prequin, à fin juin 2016, on comptait pas moins de 41 fonds secondaires en cours de levée, pour une collecte cumulée de 22 Md\$ (19,6 Md€). Ce nombre de GPs en fundraising constitue un record historique. Faut-il s'en inquiéter ? « *Les levées en secondaire semblent raisonnables au regard de la masse croissante de la valeur agrégée des fonds investis en primaire mais non encore réalisés, qui se situe actuellement à un niveau de 2800 Md\$* », expose Christophe de Dardel, directeur du private equity chez Unigestion.

Ardian, record du plus gros fonds

Autant dire que tous les véhicules ou presque pourraient trouver « preneur » et ainsi boucler leur collecte. Et pour cause, la plupart des LPs intègrent aujourd'hui le secondaire dans leur programme d'investissement. « *Cette classe d'actifs offre un niveau de risque inférieur pour des retours plus rapides que le primaire et sans "courbe en J". Le secondaire a aussi l'intérêt de panacher l'allocation des investisseurs en private equity en apportant de la diversité géographique, car même les plus petits fonds ciblent automatiquement de multiples pays* », rappelle Mireille Klitting, mana-

ging partner de **Five Arrows Secondary Opportunity**, qui vient d'ailleurs de clore son quatrième véhicule européen (FASO IV) au hard cap de 451 M€. D'autres gérants devraient prochainement être à même d'accomplir ce tour de force. Le fonds de troisième génération commercialisé par **Committed Advisors** pourrait bien atteindre son plafond de 1 Md€ – il serait alors deux fois plus gros que son prédécesseur. Quant à **Idinvest Partners**, il vise 400 M€ au plus pour son Fund III, sachant qu'il a déjà levé 350 M€ à date. Les poids lourds du marché ne sont pas en reste. En avril, **Ardian** inscrit ainsi le record du plus gros fonds secondaire jamais levé dans le monde, avec 10,8 Md\$ au compteur. Cet été, **Strategic Partners** s'était aussi distingué, en réunissant 5,4 Md\$.

Preferred equity, « infra », VC, etc.

Comment se traduit, dans les faits, l'élargissement croissant de la famille des gérants de secondaire ? La nouveauté ne vient pas des termes et des conditions « *qui restent très classiques et standard* », selon Christophe de Dardel. Pour l'heure, en tout cas, on reste encore très loin des « innovations » par les fonds primaires en termes de structures de fees, de carry, voire de hurdle. La maturation du secondaire et les innovations portées par cette classe d'actifs sont à chercher ailleurs. Et plus précisément dans les stratégies d'investissement sous-jacentes. Prenons l'exemple de **17Capital**, défenseur du preferred equity, qui vient de liquider son premier fonds en juste six ans. Alors que son deuxième véhicule (208 M€ levés en 2012) est aujourd'hui totalement investi, il a déjà mené neuf deals avec le millésime 2014 (clos à 500 M€). De plus, certains gérants délaissent aujourd'hui les stratégies opportunistes qui régnaient en maître dans le secondaire, pour s'attaquer à des niches. C'est le cas des fonds de secondary dédiés à l'infrastructure, à l'instar de ce que proposent **Swen Capital Partners** et **Stafford Capital Partners** (le deuxième fonds a signé un deuxième closing à 164 M€ en septembre). C'est aussi le cas du venture capital qui attire des spécialistes, à l'image d'**Industry Ventures**, qui a bouclé son huitième véhicule à 500 M\$ en juin. « *Cette classe d'actifs nécessite des compétences spécifiques, et nous sommes opportunistes en la matière* », conclut Mireille Klitting. // THOMAS LOELLET

TAILLE MOYENNE DES FONDS CLOS SUR LE MARCHÉ SECONDAIRE (EN M\$)

Source: Prequin

