

AFIC – La Conférence Annuelle du Capital Investissement 2009

“Le Grand Soir du secondaire se fait attendre”, 07.04.2009, Paris

Des décotes pouvant atteindre 60 % freinent la conclusion des transactions sur le marché secondaire. Mais le besoin de liquidité des LPs devrait leur donner un coup de fouet dans les mois à venir.

Le marché secondaire patine. Faute d'accord sur les valorisations, les négociations sur les rachats de portefeuilles et/ou de parts de fonds toument bien souvent court. « Les décotes tutoient aujourd'hui 50 %, voire 60 %, alors qu'une prime de l'ordre de 3 % pouvait être offerte il y a quelques années », rappelait Philippe Roesch, managing director d'Auda International, à la conférence annuelle de l' Afic, le 7 avril dernier.

Dans les couloirs du palais Brongniart, les discounts évoqués flirtaient même avec les 80 %. Les écarts entre les prix demandés et les valeurs d'actifs nets (net asset value) pourraient encore se creuser. « Au premier semestre, déjà, 47 % des fonds avaient vu leur valorisation réévaluée à la baisse », estime Private Equity Intelligence (Preqin), qui a passé au crible les évaluations de 3 147 véhicules entre 2005 et 2008. De quoi refroidir les ardeurs des cédants. D'ailleurs, seuls 9 % des 220 investisseurs institutionnels sondés récemment par Preqin entendent se positionner à la vente au cours des deux prochaines années. Trop de « relations inactives »

Ils y seront essentiellement contraints pour satisfaire un besoin urgent de liquidité - 63 % des LPs interrogés ayant atteint ou dépassé leur allocation maximale dans le non-coté, « effet dénominateur » oblige. Et même quand il n'y a pas péril en la demeure, les investisseurs doivent gérer scrupuleusement leurs flux financiers. D'autant que les distributions ont atteint un plancher en 2008 : tout juste 50 versements représentant plus de 5 % de la valeur d'un véhicule ont été enregistrés au troisième trimestre 2008, dans le monde, selon Preqin. Un phénomène qui met particulièrement à mal les fondations. Non seulement celles-ci ont souvent des allocations fortes dans le capital-investissement, mais elles ne bénéficient pas de l'entrée « naturelle » et régulière de cash-flows, contrairement aux fonds de pension. « En cédant leurs positions, certains institutionnels cherchent aussi à se désengager de la classe d'actifs, sans envisager de futurs engagements », rappelait Daniel Dupont, partner de Coller Capital, à la conférence de l' Afic.

Les considérations d'ordre plus opportuniste, telles que la gestion active des portefeuilles, sont aujourd'hui reléguées au second plan. Par le passé, les souscripteurs ont utilisé les transactions secondaires pour se concentrer sur les gestionnaires considérés comme clefs. Ce n'est pas la priorité du moment.

Et pourtant... « Les grands institutionnels ont souvent investi dans plus d'une centaine de fonds, dont guère plus de la moitié sont vues comme "core". Puisque la plupart des véhicules ont une durée de dix ans et sont, en pratique, liquidés au bout de quinze ou de vingt ans, un portefeuille d'envergure peut aisément contenir 50 "relations inactives" », estime une étude présentée par PEImedia.

30 % de TRI médian

Dans une telle configuration, les équipes de gestion peuvent être désireuses de voir leurs bailleurs de fonds se retirer. De manière générale, d'ailleurs, elles ne s'opposent pas à la bonne conduite des deals secondaires. La preuve : 94 % des gestionnaires consultés par Preqin reconnaissent ne pas avoir exercé leur droit de veto à cette occasion. Car ils y trouvent un intérêt tout évident. « Un GP peut obtenir la garantie d'un futur funding en approuvant la vente des positions par un LP, à la condition que l'acheteur fournisse un engagement significatif dans un véhicule ultérieur », précise une étude publiée par Preqin. Les acquéreurs devront donc montrer patte blanche, surtout qu'ils évoluent dans un univers concurrentiel disputé.

D'après Cogent Partners, 65 Md\$ de capital peut être déployé sur le marché secondaire en 2009 (cf. graphique). Près d'un quart des bailleurs de fonds interrogés par Preqin envisagent de passer en « mode acheteur » cette année (cf. encadré). Sans surprise, c'est vers les fonds de LBO (95 % des réponses) que les attentions se tournent, en raison des fortes décotes observées. Le capital-risque, lui, ne récolte spécifiquement que 20 % des intentions d'achat. Les investisseurs n'ont pas la mémoire courte. Tous ont en tête les rendements générés à la sortie de la dernière crise. Les fonds de secondaire avaient vu leur TRI médian franchir la barre des 30 % pour les vintages 2002 et 2003.

Les intentions des LPs sur le secondaire

Parmi les 220 investisseurs institutionnels interrogés récemment par Private Equity Intelligence :

- 20 % indiquent qu'ils envisagent d'acheter des positions sur le marché secondaire...
- ... et 23 % de plus déclarent qu'ils passeront probablement à l'action en 2009 ;
- 42 % des LPs positionnés à l'achat cherchent à conclure des deals « immédiatement »...
- ... tandis que les 58 % restants anticipent de nouer des transactions dans les douze prochains mois ;
- Un quart des souscripteurs-acheteurs sont des fonds de pension publics, 14 % des fonds de pension privés, 17 % des compagnies d'assurances et 12 % des fondations et des fonds de dotation.

Source : Private Equity Intelligence