



DOSSIER

Infra et LBO: les frontières s'estompent

Alain Rauscher, Antin IP

page 20

EN VUE

Jusqu'à
450 Md\$ de
levées en 2014

LEVÉE DE FONDS

Hellman &
Friedman
réunit
10,9 Md\$

VALORISATION

Mid-cap: les
corporates
payent
moins cher

EXCLUSIF

Le private
equity
se féminise

VENTURE

Comment
investir
à Singapour



ALAIN RAUSCHER
ANTIN IP

Antin IP importe les méthodes de gestion du non-coté à l'« infra »

Fort d'un fonds de 2 Md€ levé en début d'année, le gérant se définit comme un fonds de private equity tourné vers les infrastructures.

Ne dites pas à Alain Rauscher qu'il est à la tête d'un fonds d'infrastructures. Le managing partner et CEO d'Antin IP – qu'il a créé en 2007 – définit plutôt sa société de gestion comme un acteur du private equity qui investit dans l'infrastructure brownfield. Et ce dans toute l'Europe, sachant que le financier peut également compter sur une implantation à Londres, en plus de son bureau parisien. « *Notre approche est la même que celle d'un fonds de capital-investissement classique*, explique Alain Rauscher. *Notre objectif est de créer de la valeur en apportant des financements à des sociétés pour les développer.* » Il n'y a donc rien d'étonnant à ce que l'investisseur se soit par exemple retrouvé en concurrence avec des fonds de LBO lors des enchères sur les maisons de retraite DomusVi, au printemps. Rien d'étonnant non plus à l'avoir vu devenir, en 2010, l'actionnaire du spécialiste des services portuaires Pisto – qui a été une participation de Bridgepoint quelques années plus tôt.

Le sourcing, nerf de la guerre

Pour le GP, qui gère plus de 3 Md€ au travers de deux véhicules, pas question de miser pour autant sur n'importe quelle société. Ses interventions sont invariablement soumises au filtre de ce qu'il appelle l'« infra test ». Un rituel qui l'amène à cibler des actifs qui fournissent un service essentiel à la communauté, dont l'activité est protégée des variations conjoncturelles et de l'inflation. Le financier exclut aussi tout investissement dans des entités non adossées à des contrats de long terme et dont les cash-flows ne sont pas prévisibles. Dans la stratégie

du gérant, le sourcing est le nerf de la guerre. Ses neuf partners s'y consacrent donc tous. « *Au travers de notre premier fonds, nous avons étudié pas moins de 250 opportunités d'investissements*, reprend Alain Rauscher. *Le plus souvent, nos interventions se sont effectuées dans le cadre de discussions bilatérales avec les cédants.* »

Pour « travailler » son portefeuille, Antin IP puise dans la même boîte à outils que les fonds de private equity. Au menu, figurent par exemple des programmes de croissance externe (comme dans le cas de la chaîne de crématorium Westerleigh, qu'il soutient depuis 2013) et d'optimisation ou d'investissement (à l'instar des efforts accomplis dans une compagnie britannique de leasing de trains acquise en 2008, pour allonger la durée de vie des rames). Les dirigeants des actifs en portefeuille sont également « incentivés » par la mise en place de management packages. Enfin, le GP travaille à l'optimisation de la structure financière de ses participations, en particulier pour préparer sa sortie.

Objectif de TRI de plus de 15 %

Les LPs sont séduits, à en juger par la levée de fonds que le financier a bouclée en dix mois, au printemps dernier, alors qu'il s'est émancipé du sponsorship de BNP Paribas IP. Pour son véhicule de deuxième génération (d'une durée de vie de dix ans), il a ainsi atteint son hard cap de 2 M€, doublant presque l'enveloppe des engagements reçus dans son premier fonds (1,1 Md€). A ce montant, s'ajoute environ 1 Md€ sous la forme de co-investissements. A ses pourvoyeurs de capitaux, Antin IP présente un objectif de TRI d'au moins 15 % – une performance que certains fonds de LBO ciblent désormais implicitement, jugeant hors de portée les sacro-saints 20 % qu'ils se fixaient avant la crise. « *Cet objectif nous permet de viser un carried interest suffisamment important pour garantir à nos souscripteurs un alignement total des intérêts, sachant qu'il est nécessaire pour nous de maintenir un volume de commission de gestion minimum, adapté à une équipe d'une quarantaine de professionnels aux ambitions européennes* », commente Alain Rauscher. // XAVIER DEMARLE

Si, sur le long terme, 87 % des LPs comptent accroître ou maintenir leurs allocations à la classe d'actifs, celle-ci risque d'être freinée par la concurrence qui sévit pour les deals.

Fund raising : quand la surchauffe menace la popularité de l'infrastructure

Incontestablement, l'infrastructure a su gagner ses galons de popularité auprès des LPs, au fil des ans. Certes, les montants récoltés par les gérants de cette classe d'actifs sont encore loin de rivaliser avec ceux qui ont été amassés par les fonds de LBO. Selon Preqin, ils n'ont en effet levé « que » 24 Md\$ dans le monde entier, entre janvier et septembre 2014, alors que leurs confrères du buy-out ont été gratifiés de 129 Md\$. Mais les fund raisings ont tendance à aller crescendo, dans « l'infra ». En 2013, 44 Md\$ ont été investis dans des véhicules, soit presque le double qu'en 2011. Un chiffre qui ne prend pas en compte, par définition, les capitaux apportés par les institutionnels dans des structures cotées dont la mission est d'investir dans la classe d'actifs. « Au cours de ces dernières années, un certain nombre d'entités de ce type ont éclos, en particulier au Royaume-Uni, explique Preqin. Ces structures offrent l'avantage d'une exposition plus liquide à l'infrastructure aux investisseurs. Elles peuvent aussi être assorties de management fees et de dépenses opérationnelles plus faibles. » En parallèle, comme dans le private equity, les LPs sont de plus en plus demandeurs de co-investissements ou de mandats de gestion – sachant qu'ils sont de plus en plus nombreux à désirer investir en direct (lire, p. 20-21).

D'une manière générale, les investisseurs sont friands d'infrastructures. Ainsi, parmi ceux qui ont été interrogés par Preqin en août, 57 % déclaraient vouloir investir davantage dans la classe d'actifs lors des douze prochains mois, tandis que 87 % comptaient accroître ou maintenir leur allocation, sur un plus long terme.

2000-2005: TRI médian de 17 %

Il faut dire que l'infrastructure affiche des performances de bonne facture, pour une classe d'actifs qui se présente comme étant moins risquée que le private equity. « Même si les GPs de cette asset class ciblent des performances plus faibles que celles des gérants du LBO et de l'immobilier, leurs vintages 2000-2005 ont enregistré un TRI médian de 17 %. Dans le buy-out et dans le real estate, les performances ressortent respectivement à 14,9 et à 9 % », pointe Preqin. Mais d'autres données relativiseront le tableau idyllique présenté par la classe d'actifs, qui n'a jamais disposé d'une dry powder aussi gigantesque. D'après Preqin, les fonds disposaient de 107 Md\$ de capacités d'investissement à déployer, en mars 2014 (contre 65 Md\$ en décembre 2007 et 83 Md\$ cinq ans plus tard).

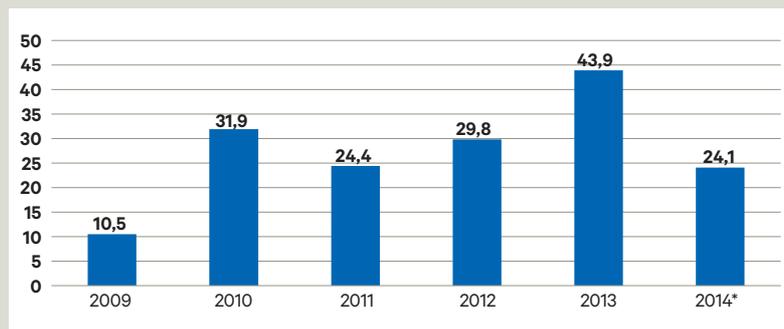
Dry powder: record de 95 Md\$ en mars

Sur ce chiffre, 52 Md\$ sont committés dans des véhicules ciblant l'Amérique du Nord, tandis que 33 Md\$ se trouvent dans des fonds européens, ce qui traduit la réalité qui sévit sur le front des deals: trop de capitaux se trouvent dans les mains des équipes pour trop peu d'actifs disponibles. Or, au début du quatrième trimestre, 148 véhicules d'infrastructures étaient sur la route dans le monde. Un record. Conjointement, ces fonds étaient alors en quête de 95 Md\$ – soit encore plus que les 86 Md\$ recherchés au commencement de 2014. Une autre statistique laisse encore plus songeur: 61 % des équipes à la recherche de liquidités ont entamé leur recherche il y a plus de douze mois, et même 23 % depuis plus de deux ans! Cela démontrerait que les pourvoyeurs de capitaux tendent à se montrer, eux aussi, plus sélectifs. Comme dans le private equity. // XAVIER DEMARLE

MONTANTS LEVÉS PAR LES FONDS INFRASTRUCTURES

DANS LE MONDE DEPUIS 2009 (EN MD\$)

Source: Preqin



Près de 20 % des équipes d'investissement sont composées de femmes au sein des GPs tricolores, d'après l'édition 2014 de l'étude menée par Afic avec Elles. La féminisation, encore faible, progresse lentement sur la planète.

Exclusif: le private equity se conjugue (un peu) plus au féminin

En France, on n'a pas à se plaindre. Après tout, nous avons l'une des femmes les plus puissantes du private equity qui officie Place Vendôme: Dominique Senquier. Mais, à l'exception d'une poignée d'autres femmes qui occupent des positions de leadership (on vous épargnera la liste tant elle est connue de tous et peu renouvelée au fil des ans, il faut bien le dire), les GPs français restent « un gang de mâles ».

Partners: 11 % de femmes

Même si la tendance commence à s'infléchir et que « ces messieurs » se montrent plus enclins à ouvrir leur cercle très fermé à la gent féminine. « En 2013, la part des femmes dans le capital-investissement s'élève à 41 %, toutes fonctions et classes d'âge confondues. Un chiffre en constante augmentation par rapport à 2010 (37 %) », peut-on lire dans la dernière édition de l'étude* annuelle sur la mixité dans le private equity réalisée par Afic avec Elles, en partenariat avec Deloitte, et transmise en exclusivité à *Capital Finance*. « Au niveau de l'équipe d'investissement stricto sensu, la part des femmes représente désormais 19 %. La progression régulière depuis plusieurs années démontre

que les équipes de gestion se sont approprié la question de la mixité », précise Claire Deguerry, associée de Deloitte Financial Advisory et membre d'Afic avec Elles.

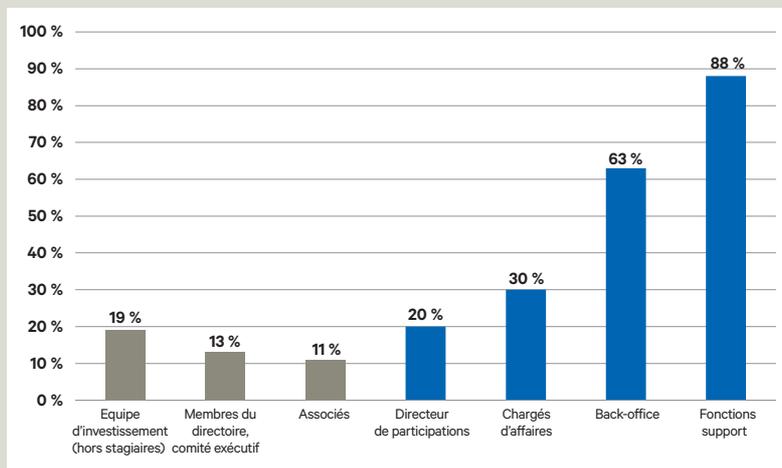
Voilà pour la grande photo de famille. Quand on la regarde de plus près, et au fur et à mesure que l'on grimpe l'échelle des responsabilités, il est frappant de voir à quel point le poids des femmes se contracte. Elles sont 30 % à exercer une fonction de chargées d'affaires, quand elles ne sont que 11 % à occuper une position d'associées. Et au fil des années, la mixité des partners ne s'est pas améliorée: de 12 % en 2010, elle a fléchi à 8 % sur les deux années suivantes, avant de remonter légèrement au titre de 2013.

Recrutements en hausse

Phénomène bien connu, quels que soient d'ailleurs les secteurs d'activité, le « plafond de verre » est particulièrement épais dans l'industrie de la finance, en général, et dans le private equity, en particulier. La raison principale est sans doute à aller chercher du côté de la petite taille des équipes. Contrairement aux grandes banques d'affaires anglo-saxonnes, les programmes de mentoring sont, par exemple, inexistantes, et l'intégration des femmes dans une position de leadership reste encore vécue dans le non-coté comme une prise de risque. Mais Afic avec Elles reconnaît volontiers que la prise de conscience est là et que les hommes du capital-investissement sont sensibles à la question de la diversité. « La mixité au sein des équipes de gestion est très largement perçue comme un facteur impactant positivement l'attractivité auprès des investisseurs (lire, encadré), la gestion des crises et des conflits, ainsi que l'excellence organisationnelle (...). [A ce titre], l'amélioration de la performance des sociétés en portefeuille a enregistré la plus forte progression au sein des répondants communs de 2012 et 2013 (+ 10 points, à 34 %) », souligne le rapport 2014 établi par l'association et Deloitte. Pour passer de la parole aux actes, il faudra inévitablement que des mesures concrètes soient prises. Pour l'heure, 54 % des GPs sondés reconnaissent qu'ils n'ont pas d'objectif de mixité car « seules les compétences comptent (77 % des réponses) » et car « ce n'est pas une priorité (13 %) ». Quant aux GPs le plus à la pointe de la question, ils déclarent que leur objectif de mixité se traduit

PROPORTION DE FEMMES PAR NIVEAU HIÉRARCHIQUE AU SEIN DES GPs EN FRANCE EN 2013

Source: Afic avec Elles



majoritairement par un « objectif de panel mixte de candidats ». D'ailleurs, pour la première fois depuis 2010, le taux de recrutement des stagiaires est plus élevé chez les femmes (28 %) que chez les hommes (18 %). Si ce poste se traduit en CDI, il sera alors intéressant de voir si la féminisation des équipes tricolores est réellement en marche et si elle dépasse le stade du chargé d'affaires. « En 2013, 30 % des recrutements l'ont été au bénéfice de femmes dans les équipes d'investissements, contre 23 % en 2010. Ce chiffre atteint même 39 % pour le poste de chargés d'affaires l'an dernier, versus 25 % il y a quatre ans », souligne Claire Deguerri.

Un phénomène mondial

Rassurons-nous, le cas de la France n'est pas isolé. Les GPs français ne sont pas les plus conservateurs. Partout dans le monde, le non-coté reste une industrie masculine. D'après une étude de Private Equity Intelligence (Preqin), publiée au printemps 2014, seulement 10 % des senior employees en Amérique du Nord dans le capital-investissement sont des femmes. Un chiffre qu'il faut comparer aux 19 % que peut revendiquer Wall Street dans des postes de leadership. Même son de cloche en Europe. Selon une volumétrie établie par Private Equity News cette année, huit des plus gros fonds de buy-out européens n'ont pas de femmes au poste de partners. Et de citer pêle-mêle Charterhouse, CVC Capital Partners, Bridgepoint, PAI Partners, Arle Capital Partners ou encore Nordic Capital. Chez Montagu ou encore BC Partners, PE News estime que l'on compte seulement 6 % de femmes au rang des investment executives. « Parmi les 1133 professionnels de l'investissement dans les firmes de buy-out en Europe, seuls 134 (12 %) sont des femmes. Sur les 411 partners [réunis dans cet échantillon], seuls 34 (8 %) sont des femmes », estime le rapport en question.

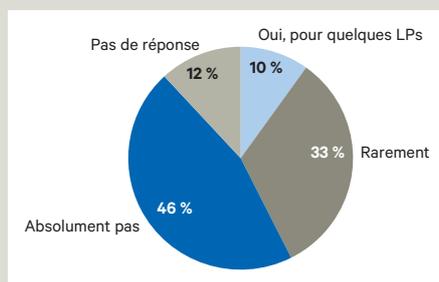
Des « moves » tardifs

Toutes choses égales par ailleurs, les GPs français n'ont donc pas à rougir de leur mixité. Ce qui est marquant, c'est que, à l'exception d'Aradian (Dominique Senquier), ce sont plutôt les fonds mid-cap qui sont à la pointe de la diversité aujourd'hui dans nos frontières. Et aux Etats-Unis, la pierre est clairement à jeter du côté des gros fonds. Avant 2009, KKR n'employait pas une seule managing director. C'est à cette (tardive) date qu'il a choisi de libérer un fauteuil pour Suzanne Donohoe, qui avait fait son entrée comme partner, un an avant que le gérant ne conduise son IPO, en 2007. C'est aussi au moment de son introduction en Bourse (coïncidence, également en 2007) que Blackstone a fait appel à Joan Solotar, l'une de ses six executive officers. Recruter une femme parce que c'est une femme n'a pas de sens. Mais s'interdire de le faire parce que c'est une femme n'a aucun sens. Vis-à-vis des LPs (rendement!), vis-à-vis des dirigeants de sociétés en portefeuille (management, approche),

la question doit se poser. En 1989, quand Elisabeth Weatherman rejoint Warburg Pincus, elle a pour mission de développer une nouvelle expertise: le medtech. *The New York Times* rapporte à son sujet que le premier deal qu'elle conclut sera un « échec ». Que son deuxième (EP Technologies) se traduira par une sortie en IPO. Que son troisième, l'achat de Xomed auprès de Bristol Meyers Squibb, en 1994, fera date dans l'industrie et qu'il deviendra même un exemple pour les deals ultérieurs du secteur. Depuis responsable de la practice healthcare, elle a piloté le buy-out de 4,5 Md\$ mené en 2007 sur Bausch & Lomb. Lequel Bausch & Lomb a été revendu au laboratoire Valeant pour 8,5 Md\$ en 2013, assurant à Warburg Pincus, selon la presse américaine, un multiple proche de trois fois sa mise initiale. // EMMANUELLE DUTEN

LA MIXITÉ DE L'ÉQUIPE DE GESTION FAIT-ELLE PARTIE DES CRITÈRES DE DUE DILIGENCE DE VOS LPs ? (EN % DES RÉPONSES)

Source: Afic avec Elles



Méthodologie.

L'enquête a été menée auprès des 276 membres actifs de l'Afic. Les résultats se fondent sur un taux de réponse de 39 %. Les répondants de 2014 représentent 65 % des montants totaux sous gestion des sociétés françaises de capital-investissement en 2013.

Et les LPs, qu'en pensent-ils ?

Près de la moitié des GPs qui ont participé à l'édition 2014 de l'étude annuelle sur la mixité du capital-investissement (Afic avec Elles, Deloitte) estiment que ladite mixité d'une équipe de gestion ne fait « absolument pas partie » des critères de due diligences menées par les LPs. Pour en avoir le cœur net, la rédaction de *Capital Finance* a contacté une demi-douzaine d'investisseurs institutionnels européens – la quasi-totalité d'entre eux ont déclaré qu'ils n'avaient « pas de points de vue sur la question de la mixité ». « La diversité hommes-femmes ne constitue pas stricto sensu un critère dans les due diligences que nous menons. Lorsque nous étudions une opportunité d'investissement dans une équipe de gestion, nous veillons à l'existence d'un bon et réel équilibre dans les processus de prises de décisions. Et la mixité peut évidemment contribuer à cet équilibre, estime Stephen Cavell, head of investor relations chez Graphite Capital. Il est intéressant de noter que si les femmes demeurent peu nombreuses au sein des GPs, elles sont, en revanche, très présentes et représentées dans la communauté des LPs. » Un métier moins stressant et moins prenant que le deal-making. D'ailleurs, les femmes sont-elles aussi de bonnes chasseuses de deals, avec une capacité de sourcing équivalente à celle des hommes ? La plupart d'entre elles se plaignent en tout cas d'avoir une force de networking moindre que leurs homologues masculins. // E.D.