

PRIVATE EQUITY

M A G A Z I N E

N° 31 ■ Décembre / Janvier 2008



CARRIÈRES LE BAL EST OUVERT

Retour sur tous les mouvements constatés dans le métier depuis six mois. Avec les explications des chasseurs de têtes concernant le carried... et les salaires.

■ PORTRAIT

■ STRATÉGIE

■ SECTEUR

OLIVIER MILLET

Investisseur atypique et «durable», le président d'OFI PE Capital revient sur ses 4 «vies» professionnelles.



> p. 14

ELAIA PARTNERS

L'équipe venture spécialisée sur les logiciels démontre une stratégie précise et diversifiée, avant de lever un autre fonds cette année.



> p. 24

INFORMATIQUE

Les fonds de LBO regardent plus l'informatique depuis deux ans, preuve d'une maturité du secteur en Europe.



> p. 30



SCANDINAVIE : UN MARCHÉ DYNAMIQUE ET ATTRAYANT

Suède, Norvège, Finlande et Danemark constituent une région phare du private equity en Europe. Cela s'explique par un environnement particulièrement propice.

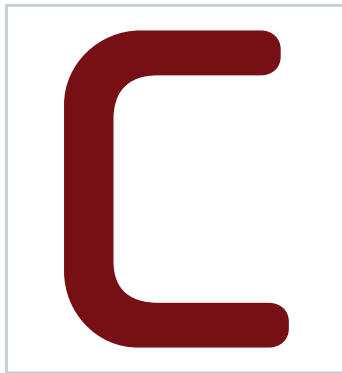
> p. 26



SCANDINAVIE :
**un marché
dynamique
et attrayant**



Economies dynamiques, marché dominé par des «méga-deals» depuis quelques temps, avec des fonds de grandes tailles en Suède, une dette LBO moins dépendante des fonds de titrisation institutionnels... Les pays nordiques ont attirés pas mal d'investisseurs et d'investissements ces dernières années. Explications.



onsidérée comme le quatrième marché européen, la Scandinavie possède une industrie du private equity parmi les plus dynamiques en Europe. Si la Suède a joué le rôle de précurseur et concentre encore plus de la moitié des investissements, les autres pays de la région (Norvège, Danemark et Finlande) ont aussi connu un bon développement de leur activité malgré des marchés intérieurs relativement étroits. Avec le soutien des institutionnels locaux et étrangers attirés par d'excellents rendements.

Support des banques suédoises

Historiquement, le marché scandinave est donc dominé par la Suède, où l'activité de capital investissement est née il y a une quinzaine d'années sous l'impulsion des banques. «Les banques suédoises ont toujours été très ouvertes aux nouvelles formes d'investissement et ont favorisé l'émergence de "champions" nordiques dès le début des années 90», note Jonas Agesand, vice-président de LGT Capital Partners, investisseur en fonds de fonds très actif dans la région. A cet égard, le rôle de la famille Wallenberg et de la Stockholm Enskilda Bank (devenue SEB en 1972 après sa fusion avec la Skandinaviska Banken), qu'elle a fondée en 1856, est déterminant. A travers sa holding d'investissement Investor AB, créée dès 1916 pour rassembler les participations industrielles détenues par la banque et qui peut être comparée à un Wendel en France, elle a en effet pris part au développement de la plupart des grandes entreprises suédoises, dont elle détient encore des parts importantes (20% de Saab, 11% de Skania, 4% d'Ericsson, 7,5% d'ABB...), tout en consacrant une part de plus en plus notable de ses moyens financiers à enrichir son portefeuille de private equity : 16% de l'actif net d'Investor AB. Mais surtout, la SEB est à l'origine de deux des 3 structures large caps de private equity pan-scandinaves, Industri Kapital et EQT. C'est en effet l'activité capital-risque de la banque,

Enskilda Ventures, qui sponsorise en 1989 la création par Björn Saven du Scandinavian Acquisition Capital Fund, devenu Industri Kapital en 1993, après le rachat des parts à la banque par les associés. Et en 1994, devant la réussite d'Industri Kapital, Investor AB lance EQT, qui deviendra l'un de ses principaux concurrents. Origine bancaire également pour la société de gestion suédoise Nordic Capital, sponsorisée par la banque Svenska Handelsbanken et la compagnie d'assurances Skandia en 1989.

Ces trois acteurs, issus de l'industrie bancaire mais rapidement devenus indépendants, vont connaître un fort développement dans les années 90, à la faveur d'un contexte de marché très favorable pour eux, en raison de la récession économique qui touche alors les industriels. «Les désinvestissements des grands groupes ces vingt dernières années ont été une source importante de deals et nous ont permis de bâtir un track-record significatif», explique Gustav Ohman, partner d'Industri Kapital responsable de la région nordique. Le tissu industriel très dense des économies scandinaves au regard de sa faible population (24 millions pour l'ensemble de la zone), dominé par de grands groupes internationaux comme Nokia, Ericsson, ABB, Volvo, Astra Zeneca, Electrolux ou encore Ikea, fournit en effet un terrain de jeu favorable pour les fonds.

Récession industrielle, LPs pro-actifs

Autre facteur de croissance, le soutien des institutionnels locaux, non seulement les banques et les compagnies d'assurance, mais aussi les fonds de retraite et de participation. «Chez les institutionnels nordiques, le private equity a rapidement émergé comme une classe d'actifs, avec la mise en place d'équipes d'investisseurs dédiées», observe Jérôme Bouix, senior partner chez le fonds finlandais Capman. «Au Danemark, les LPs sont des compagnies d'assurance, des gestionnaires d'actifs comme Norddea ou Danske Private Equity et des fonds de retraite gérés par les syndicats professionnels. Lancés à leur initiative, ces fonds de pension se sont développés considérablement depuis les années 80 et couvrent aujourd'hui plus de 80% de la main d'œuvre active», explique Dan Kjerulf, partner chez Danske Private Equity. En Suède, les principaux investisseurs en private equity sont le fonds de pen- ●●●

PAR FRANÇOIS-XAVIER CHAPPELLE

Les désinvestissements des grands groupes ces vingt dernières années ont été une source importante de deals et nous ont permis de bâtir un track-record significatif.

Gustav Ohman, partner d'Industri Kapital

••• sion AP, géré par l'Etat, l'assureur Skandia et le groupe bancaire SEB. En Finlande, l'assureur et prestataire de services financiers OP-Pohjola, qui gère 6,1 milliards d'euros, «consacre quand même 3% de son allocation au private equity, dont 40% fonds de fonds et 60% en direct, avec une répartition géographique de 20% pour la Finlande, 50% pour le reste de l'Europe et 30% pour les Etats-Unis», explique Magnus Backström, son responsable des investissements.

Mais la renommée du private equity scandinave a également crû en dehors de ses frontières et attiré de nombreux investisseurs internationaux, motivés par d'excellents rendements : «Les fonds scandinaves leaders sur leur marché tels que Nordic Capital, EQT, Industri Kapital ou Segulah sont établis depuis plus de dix ans et ont réalisé des rendements de 4 à 6 fois leurs investissements dans les années 90, et même plus récemment. La plupart de ces fonds sont d'ailleurs fermés aux nouveaux investisseurs et sont bouclés avec une certaine discrétion», confirme Marc-Antoine Voisard, directeur d'investissement private equity chez Unigestion. L'origine des 9,4 milliards d'euros levés en Suède en 2006 (soit 5 fois plus qu'en 2005) était ainsi à 37% domestique, à 26,5% en provenance d'autres pays européens et à 36,6% de pays non européens. Une internationalisation du fundraising que confirme Gustav Ohman : «Si notre premier fonds était composé d'investisseurs 100% nordiques et notre deuxième à 80-90%, notre sixième et dernière levée, en octobre dernier, d'un montant de 1,675 milliard d'euros, a été souscrite par un quart d'investisseurs d'Amérique du Nord, un quart de nordiques (dont plus de la moitié de suédois), et le solde du reste de l'Europe.»

Méga-deals et mid-market

A la faveur de levée de fonds de plus en plus conséquentes, le marché nordique connaît une augmentation régulière des montants investis en private equity, non seulement de la part des acteurs locaux, mais aussi de la part des fonds paneuropéens : «Cela concerne principalement le segment large caps, l'ensemble du marché restant dominé par les fonds scandinaves», d'après Jonas Agesand, vice-président de LGT Capital Partners. Ces dernières années, la Scandinavie s'est en effet illustrée par

Chez les institutionnels nordiques, le private equity a rapidement émergé comme une classe d'actifs, avec la mise en place d'équipes d'investisseurs dédiées.

Jérôme Bouix, senior partner du fonds finlandais Capman



DR

DR

DR

la signature de quelques mega-deals : en 2005, EQT et Goldman Sachs reprennent le groupe multi-services ISS pour 3,8 milliards d'euros alors que PAI fait l'acquisition du spécialiste des ingrédients naturels Chr. Hansen pour 1,1 milliard. En 2006, c'est Apax Partners, Permira, Blackstone, KKR et Providence qui rachètent l'opérateur public de télécom TDC au Danemark, pour 13 milliards d'euros, soit le deuxième plus gros LBO alors jamais réalisé en Europe. Et avant le ralentissement observé au troisième trimestre, le début de l'année 2007 avait confirmé cette tendance aux méga-deals avec le rachat de Mölnlycke Health Care Group par Investor AB et Morgan Stanley à Apax Partners pour 2,85 milliards.

Mais le mid-cap connaît aussi un bon volume d'activité avec les fonds suédois Altor (fondé en 2003 par Harold Mix, l'ancien numéro 2 d'Industri Kapital), Accent et Segulah, les danois Axcel, Polaris et LD Equity, les norvégiens Ferd et Reiten, et le finlandais Capman. En tant qu'acteur paneuropéen, 3i s'est aussi intéressé à la région dès 2001, en rachetant les sociétés de gestion suédoise Atle et finlandaise SFK Finance Oy, ce qui en fait l'un des principaux fonds étrangers implantés dans la région, avec des acteurs comme Doughty Hanson, CVC, Bridgepoint, Permira, Candover, Apax, etc. «La Scandinavie est un marché prioritaire pour nous, nous y réalisons environ 15% de nos investissements, pour un montant total de 240 millions d'euros investis par an et 800 millions depuis 2001», précise Gustav Bard, managing director de 3i Nordic.

Les leaders tels que Nordic Capital, EQT, Industri Kapital ou Segulah ont réalisé 4 à 6 fois leur investissement dans les années 90 et plus récemment.

Marc-Antoine Voisard, directeur chez Unigestion

Au niveau géographique, la répartition des investissements en private equity reflète le poids économique respectif de chaque pays de la région : l'économie suédoise, avec un PIB de 302 milliards d'euros contre 215 milliards pour le Danemark et la Norvège ensemble, et 168 milliards pour la Finlande, présente logiquement davantage d'opportunités pour les fonds. Sur les trois premiers trimestres 2007, la Suède a ainsi concentré 28 des 69 buyouts réalisés dans la région, soit 41%, contre 23% pour le Danemark, 17% pour la Finlande, et 16% pour la Norvège (données Nordic Unquote). Au niveau de l'origine des fonds investis, la domination de la Suède est plus nette et reflète la main mise de Nordic Capital, EQT et Industri Kapital sur la région : en 2006, les fonds suédois ont investi 4,26 milliards d'euros, dont 2,81 milliards dans leur pays d'origine. En comparaison, les fonds norvégiens ont investi 462 millions (dont 427 millions en Norvège), les fonds danois 370 millions (dont 320 au Danemark), et les fonds finlandais 266 millions (dont 219 millions en Finlande, données Evca).

Spécificités locales

«Au Danemark, l'économie est composée d'un grand nombre de sociétés familiales et la taille moyenne des deals est donc plus petite qu'en Suède, avec souvent des transactions primaires», confirme Soren Moller, associé de LD Equity, filiale private equity du fonds de pension danois LD. «Nous disposons de 2 fonds, le premier de 400 millions d'euros, levé en 2005 pour investir dans des sociétés danoises réalisant jusqu'à 200 millions d'euros de CA, le second de 100 millions d'euros, levé en 2007 et destiné à investir exclusivement en small-caps, souvent sur

des deals propriétaires.»

La Norvège constitue un pays à part en raison de son économie très liée au secteur pétrolier : «Même s'il y a peu de grands groupes et donc peu de besoins pour des restructurations industrielles, il existe cependant des opportunités pour faire croître des sociétés notamment dans les services pétroliers, les soins de santé ou les télécoms», explique Gert W. Munthe, associé du fonds norvégien Ferd Equity Partners créé en 2003. «L'industrie du private equity est encore jeune dans notre pays et la compétition limitée à quelques acteurs. Ce qui ne nous a pas empêché de lever en octobre 2006 le fonds plus important jamais clos en Norvège, pour 550 millions d'euros.»

En Finlande, la principale structure de private equity, Capman, s'est créée en 1989 avec le soutien de la banque locale KOP. Devenu indépendant dès 1993, il a été le premier fonds de capital investissement de la région à s'introduire en Bourse, en 2001, avec une stratégie ambitieuse. «Depuis, nous avons étendu notre rayon d'action à l'ensemble de la zone scandinave. Nous gérons 3 milliards d'euros, que nous investissons à travers différents véhicules, en buyout mid-caps, en venture (technologies et sciences de la vie), en mezzanine et en immobilier. Nous sommes également en cours de levée pour 3 nouveaux fonds : un fonds de mid-market pour la Russie, un fonds d'infrastructures et un fonds pour les marchés publics», détaille Jérôme Bouix, senior partner de Capman.

Un marché très mature

Finalement, la conjonction de méga-deals et d'une bonne activité en small et mid-caps fait dire à Marc-Antoine Voisard, directeur chez Unigestion, que le marché scandinave du private equity jouit d'un «degré de maturité similaire à celui du marché anglo-saxon : en Suède, le rapport investissements en private equity/PIB est de 1,44%, contre 1,26% au Royaume-Uni et 0,57% pour l'ensemble des pays européens membres de l'Evca». L'activité y est très clairement dominée par le buyout, qui représentait 78% des montants investis en 2006, contre 12% pour le développement, et 4% pour le venture (6% de reclassement) : «Le private equity scandinave s'est développé sur une culture de buyout : racheter des sociétés pour les restructurer. Notre modèle de gouvernance est d'être majoritaire, pour disposer d'un mandat clair de la part des investisseurs, en influençant directement le développement et la rentabilité de la société»,

VENTURE : UNE RÉGION DE BIOTECHS

« La région nordique est une zone privilégiée en Europe pour le venture », selon Isabelle de Crémoux, general partner et responsable du département sciences de la vie de Seventure. La Medicon Valley, qui abrite les universités (et pôles de recherche) de Lund et Malmö en Suède et de Copenhague au Danemark, regroupe en effet un grand nombre de sociétés dans les secteurs de la pharmacie, de l'agro-alimentaire, des medtechs

et biotech industrielles. Un domaine où les deux pays s'illustrent avec des sociétés leaders comme Novo, Leo Pharma ou Nycomed (revendue par Nordic Capital à Blackstone en 2002 pour 3,5 fois la mise, puis rachetée par le même Nordic Capital en décembre 2006 pour 2,3 milliards d'euros) dans la pharmacie, Danisco et Arla Food dans l'agro-alimentaire ou Coloplast dans les medtechs. Et des jeunes pousses prometteuses

comme Santaris Pharma, qui vient de boucler un tour de table de 20,4 millions d'euros avec la participation de Seventure tout en signant un accord de R&D avec GlaxoSmithKline pour développer et commercialiser des médicaments anti-viraux. L'existence d'un marché boursier OMX très familier avec les valeurs biotech, à la suite d'IPO réussies, permet aux VCs d'envisager une sortie dans de bonnes conditions. Des investisseurs qui sont

encouragés par les Etats danois et suédois à miser sur l'amorçage, avec notamment des business angels très actifs (on en compterait plus de 1000 au Danemark). La Norvège a par ailleurs développé un savoir-faire dans les produits à base d'huiles de poisson, de type Omega 3, à l'image de Pronova Bio Pharma (traitement des excès de triglycérides), dont Ferd a réussi l'IPO en octobre en multipliant par 25 son investissement.



confirme Gustav Ohman chez Industri Kapital.

Souvent considérés comme très «hands on», les fonds scandinaves profitent aussi d'un environnement libéral, où il est facile d'embaucher, comme de débaucher (la fameuse «flexsécurité» danoise). En contrepartie, ils semblent faire preuve d'une grande transparence, que ce soit vis-à-vis de leurs investisseurs,

Au Danemark, l'économie est composée d'un grand nombre de sociétés familiales et la taille moyenne des deals est donc plus petite qu'en Suède, avec souvent des transactions primaires.

Soren Moller, associé de LD Equity,

filiale private equity du fonds de pension danois LD

des salariés de leurs participations ou des syndicats, représentés dans les conseils d'administration des sociétés. «Le capital investissement jouit plutôt d'une bonne image dans la région, sûrement en partie parce qu'il y a eu peu de faillites ou de pertes d'emplois à la suite d'acquisitions de sociétés par les fonds. Ces derniers sont considérés comme des actionnaires comme les autres, qui savent aussi prendre leurs responsabilités quand la situation est difficile», poursuit Gustav Ohman.

La récente crise financière aura-t-elle un impact sur les transactions ? Même s'ils évoquent une baisse des valorisations de 1 à 2 points d'Ebitda, les professionnels avouent «ne pas craindre un brusque ralentissement, en raison d'un marché du crédit qui reste sain. Jusqu'à 300 millions d'euros de dette, les banques scandinaves, qui resyndiquaient peu et ont donc été peu touchées par la crise cet été, continuent à prendre seules tout le financement ; et de 300 à 500 millions, des club-deals bancaires réapparaissent pour se répartir le risque. Ce n'est qu'au-dessus de 500 millions que les financements sont devenus difficiles», confie un acteur du marché.

Les investisseurs, même internationaux, conservent en tout cas leur confiance dans les performances très attrayantes de cette région, comme le prouvent quelques récentes levées de fonds : 380 millions pour le sixième fonds d'Accent Equity Partners en juin, 530 millions pour le quatrième fonds de Segulah et 1,675 milliard pour Industri Kapital en octobre... et Nordic Capital serait sur le point de lever 3,4 milliards d'euros. ■

RÉFORME DE LA DÉDUCTIBILITÉ FISCALE

L'environnement juridique relativement standard des activités de private equity dans la zone nordique, avec notamment des facilités fiscales entre les différents pays pour l'investissement, a été perturbé par la reprise en 2005 de l'opérateur télécom danois TDC par le consortium Apax-Permira-KKR-Blackstone-Providence pour

13 milliards d'euros, dont 88% de dette. Une controverse a éclaté autour de l'endettement de la cible et du manque à gagner en termes de recettes fiscales pour l'Etat danois, estimé à 12% des recettes de l'IS du pays. Une loi a donc été votée cet été par la coalition libérale au pouvoir : «Elle fixe un plafond à la déductibilité des intérêts : 6,5% de la valeur fiscale des actifs de la

société ou 80% de l'Ebitda, et au-dessus de 2,5 millions d'euros, tout en conservant le ratio dette sur fonds propres à 4 pour 1», explique Jakob Bier, partner du cabinet d'avocats danois Plesner. Une remise en question de l'avantage fiscal dont bénéficiaient jusqu'alors les fonds de private equity, dont les fonds locaux estiment finalement l'impact relativement limité.