

Le HUB

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

Le marché secondaire du private equity a le vent en poupe

Concurrence réduite, décotes attrayantes et énorme réserve d'opérations sur le marché intermédiaire

Les volumes des transactions sur le marché secondaire ont augmenté, bien aidés par un contexte de marché stabilisé, un besoin persistant de liquidités de la part des LPs en raison du ralentissement des distributions, et par la réduction des écarts d'attente des acheteurs et des vendeurs en matière de valorisation. Toutefois, le rétrécissement des écarts de valorisation acheteur-vendeur n'est pas, en soi, un indicateur fiable de la valeur. Ainsi, à l'avenir, où les investisseurs pourront-ils trouver les meilleures opportunités sur le marché secondaire?

Les volumes pourraient atteindre un nouveau record sur le marché secondaire

Au premier semestre 2023, les volumes de transactions ne semblaient guère prometteurs, car ils continuaient d'être affectés par un écart de valorisation acheteur-vendeur obstinément élevé. Le volume total est ressorti à un niveau décevant de 41 milliards \$, soit une baisse d'environ 20 % par rapport à la même période en 2022. Toutefois, durant l'année, les niveaux de prix moyens se sont stabilisés et ont légèrement rebondi par rapport à leurs niveaux de 2022, les plus bas depuis une décennie. Conjugué à la diminution des écarts de valorisation, ce phénomène a redonné confiance aux acteurs du marché et a déclenché une forte augmentation des transactions sur le marché secondaire.

« Au premier semestre 2023, les turbulences dues à la guerre en Ukraine et les effets inflationnistes qui l'accompagnent ont commencé à s'atténuer », explique Kristof Van Overloop, Managing Director chez Flexstone Partners. Les bonnes performances des actions cotées tout au long de l'année 2023 ont contribué à soutenir les niveaux de prix du marché secondaire et ont attiré de plus en plus de vendeurs sur le marché. Selon Lazard, les ventes des investisseurs en quête de liquidité ont été multipliées par quatre en 2023, ce qui souligne la persistance de leurs besoins de liquidité dans un contexte où les volumes de sortie et les distributions de dividendes ont considérablement ralenti.

Flexstone, une société affiliée de Natixis Investment Managers et spécialiste des opérations de rachat sur le segment inférieur du marché intermédiaire, estime que le volume des transactions sur ce marché devrait augmenter au second semestre 2023 pour atteindre entre 65 et 70 milliards \$, et que le volume pour l'ensemble de l'exercice devrait dépasser 110 voire 120 milliards \$. Cela constitue une progression par rapport à 2022 (103 milliards \$).

Et quelles sont les prévisions de Flexstone pour 2024 ? « Les intermédiaires ont tous fait état de carnets de commandes déjà bien remplis, avec un pipeline d'offres de nouvelles transactions à son plus haut niveau depuis plusieurs années »,



Kristof Van Overloop, CFA
Managing Director
Flexstone Partners

Points clés :

- Une année 2024 exceptionnelle se profile à l'horizon pour le marché secondaire du private equity, dans un contexte où le portefeuille de nouvelles opérations et l'offre de transactions devraient atteindre leurs niveaux les plus élevés depuis des années. En cause : la relative atténuation des inquiétudes d'ordre macroéconomique, la stabilisation des niveaux de prix et les besoins de liquidités des investisseurs.
- Les moteurs de l'offre de transactions à l'initiative des GPs restent inchangés, car ces derniers doivent chercher d'autres moyens de générer des liquidités pour les LPs, offrant ainsi des opportunités d'exposition à des actifs de prestige (« trophy assets ») présentant un profil risque-rendement attractif, à des valorisations faussées au profit des acheteurs.
- La concurrence est moins forte sur le segment des petites capitalisations du marché secondaire, car de nombreux fonds se sont tournés vers des opérations concernant des niveaux de capitalisation plus importants. Flexstone est restée fidèle à son ADN d'origine, avec des fonds et des entreprises de plus petite taille, ce qui permet une approche d'investissement extrêmement sélective et rigoureuse.

indique Kristof Van Overloop. « Il est donc tout à fait possible que 2024 soit une année exceptionnelle ».

L'activité frénétique sur le marché secondaire repose en partie sur des perspectives macroéconomiques plus stables, sur les attentes du marché selon lesquelles les taux ont atteint leur niveau maximum et devraient baisser durant l'année, et sur les répercussions de la stabilisation des niveaux de prix.

Kristof Van Overloop ajoute : « Nous travaillons actuellement sur un certain nombre de projets sur le marché des entreprises de taille intermédiaire et certains vendeurs nous semblent particulièrement motivés ». Alors que l'écart de valorisation était proche de 10 points de pourcentage l'année dernière, il a chuté depuis à 3-4 %, ce qui a permis de conclure davantage de transactions. « De nombreux vendeurs potentiels ont tâté le terrain l'année dernière. Mais avec le temps et des dividendes résolument bas, ils sont désormais désireux de vendre sur le marché secondaire afin de générer les liquidités dont ils ont grand besoin ».

Les transactions à l'initiative des GPs offrent une exposition à des actifs de prestige (« trophy assets ») présentant des décotes attrayantes

Le volume des transactions à l'initiative des GPs devrait également croître dans un contexte de ralentissement constant des sorties de capitaux et d'appétit accru des LPs pour les liquidités. Cette situation incite de plus en plus les GPs à se tourner vers le marché secondaire, en lançant des fonds dédiés à la reprise de projets afin d'offrir des options de liquidité à leurs LPs et d'améliorer la distribution de leurs propres fonds.

Selon Kristof Van Overloop, des actifs extrêmement qualitatifs, dits « trophy assets », sont mis sur le marché. « L'année dernière, nous avons réalisé une poignée de transactions à l'initiative des GPs et portant sur des actifs affichant des valorisations d'entrée attrayantes, ce qui nous a permis, en tant qu'acheteur, d'enregistrer immédiatement des réévaluations substantielles, tout en réalisant de solides performances au sein du fonds d'origine des GPs ». Les GPs sont prêts à vendre ces actifs car ils ont généralement dépassé les objectifs de souscription

initiaux et atteint l'objectif du fonds. Deuxièmement, ces fonds sont souvent entièrement investis et ne disposent pas des capitaux nécessaires pour continuer à accompagner le développement d'une entreprise en portefeuille qui a besoin de capitaux supplémentaires pour accélérer sa croissance organique ou externe.

Les LPs vendeurs acceptent une décote significative par rapport à la dernière valeur déclarée ou à la valeur intrinsèque, mais ils peuvent néanmoins s'en sortir très honorablement et – ce qui est plus important dans le marché actuel – générer des liquidités. Bien qu'ils n'aient pas atteint le prix maximum, environ 80 % des LPs ont opté pour la liquidité et choisi de vendre à des fonds dédiés à la reprise de projets en 2023, ce qui est globalement cohérent avec les années précédentes.

En conséquence, les acheteurs du marché secondaire tels que Flexstone peuvent obtenir une exposition à des actifs convoités avec un fort alignement des intérêts des GPs et une démarche de création de valeur nettement moins risquée. La sélection des actifs et des gestionnaires reste cependant d'une importance cruciale. « Notre approche d'investissement ciblée et sélective, axée sur le partenariat avec des GPs avec lesquels nous entretenons depuis longtemps des relations étroites, nous permet de nous montrer sélectifs et de ne poursuivre que les opportunités à l'initiative des GPs pour lesquelles nous disposons d'analyses spécifiques et sur lesquelles nous pouvons nous positionner favorablement afin de garantir l'allocation souhaitée », précise Kristof Van Overloop.

La part croissante des transactions à l'initiative des GPs sur le segment inférieur des entreprises de taille intermédiaire place Flexstone dans une position idéale pour continuer à réaliser ce type de transactions sur le marché secondaire.

Moins de concurrence, moins d'intermédiation et plus d'inefficiences à exploiter

Le segment inférieur du marché secondaire, soit des transactions inférieures à 50 millions d'euros, se caractérise par une concurrence plus faible et un effet de levier faible, voire

inexistant, ce qui se traduit par des niveaux de prix plus attractifs. Plusieurs des concurrents historiques de Flexstone ont levé des fonds de plus en plus importants au fil des ans et sont passés à des tranches d'opérations plus élevées, ciblant désormais des transactions de portefeuille beaucoup plus importantes.

Kristof Van Overloop déclare : « Nous avons conservé la même rigueur en ciblant constamment des tailles de fonds relativement petites et nous sommes restés fidèles à notre ADN avec des opérations de 15 à 25 millions€ en moyenne. » Flexstone peut ainsi rester très sélectif et ne choisir que des opérations de forte conviction. Cette approche, qui s'apparente à une sélection de titres, est très différente de la pression de l'utilisation des capitaux à laquelle sont confrontés les fonds de grande capitalisation du marché secondaire, qui ne peuvent pas se permettre d'être aussi sélectifs, ce qui encourage les offres agressives et les prix plus élevés.

« Au fil des années, nos concurrents se sont détournés du segment inférieur du marché », explique Kristof Van Overloop. « Il y a cinq ou sept ans, la concurrence était plus forte. Bien sûr, nous voulons allouer des capitaux, mais nous ne sommes pas pressés », ajoute-t-il.

Le segment inférieur du marché secondaire est également moins intermédié, avec moins d'informations disponibles ou divulguées dans les rapports des fonds des GPs, ce qui offre d'excellentes opportunités aux acheteurs expérimentés comme Flexstone. Ce segment du marché est plus dépendant des relations directes entre GPs et LPs que des conseillers ou des intermédiaires. « Nos transactions sont généralement réalisées par l'intermédiaire de GPs que nous connaissons depuis de nombreuses années », affirme Kristof Van Overloop. « Souvent, nous investissons déjà dans leurs fonds, ou nous pouvons faire partie du conseil consultatif du fonds vendeur ». Par conséquent, Flexstone entend souvent parler d'un LP qui cherche à vendre en amont du marché et peut se positionner favorablement et devancer une transaction intermédiée. Nous pouvons aussi apprendre de façon précoce que le GP lui-même envisage d'effectuer une opération.

De même, nous entretenons des relations étroites avec de nombreux LPs, avec lesquels nous avons déjà effectué plusieurs transactions par le passé. Même sur le marché actuel, Flexstone

continue d'avoir des discussions exclusives ou bilatérales avec un grand nombre de ces LPs, qui apprécient également la rapidité et la certitude d'exécution, en plus du prix, discussions qui aboutissent à des transactions conclues avec succès.

« Nous recherchons les fonds adéquats que nous souhaitons détenir, gérés par des GPs de premier plan et qui font l'objet d'une réelle conviction de notre part, ainsi que des entreprises sous-jacentes performantes qui se situent généralement à un point d'inflexion dans leur processus de création de valeur. Lorsque tous ces éléments sont réunis, nous pouvons établir la conviction dont nous avons besoin », explique Kristof Van Overloop. « Les relations avec les GPs sont au cœur de notre stratégie sur le marché secondaire et sous-tendent fondamentalement l'avantage concurrentiel de Flexstone ».

L'opportunité que recèlent les transactions « en mosaïque » à l'initiative des LPs

Grâce à la stabilisation relative de l'environnement macroéconomique et le rebond des actions cotées, suivies d'une stabilisation des prix sur le marché secondaire tout au long de l'année, 2023 a vu le retour des grandes transactions à l'initiative des LPs. Celles-ci étaient largement absentes en 2022.

Un grand nombre de ces grandes transactions ont été conclues dans le cadre de solutions dites « en mosaïque », dans lesquelles un vendeur négocie avec plusieurs acheteurs, chacun choisissant des lignes ou des sous-ensembles différents du portefeuille. « Cela crée des opportunités pour Flexstone », affirme Kristof Van Overloop. « Il se peut que nous ne manifestations d'intérêt que pour deux ou trois fonds de petite ou moyenne taille sur un portefeuille de plus d'un milliard d'euros, et une transaction en mosaïque peut créer des opportunités concrètes pour nous de réaliser quelque chose ».

Il n'est pas toujours facile d'extraire quelques lignes d'un portefeuille plus important, car les vendeurs préfèrent généralement traiter avec un seul acheteur ou, du moins, avec un groupe d'acheteurs limité pour que le processus de clôture soit aussi efficace

que possible. Pour extraire un seul fonds d'un portefeuille, il est nécessaire d'entretenir des relations étroites et de longue date avec les GPs et de disposer d'analyses spécifiques sur le portefeuille.

« Ces dernières années, les GPs sont devenus de plus en plus restrictifs dans leur politique de cession, et nous avons assisté à plusieurs cas de figure où l'un d'entre eux n'a pas donné son accord de transfert à l'acheteur du portefeuille et s'est adressé à une poignée d'investisseurs existants proches, dont nous-mêmes », explique Kristof Van Overloop. Cela peut créer une dynamique de transaction intéressante, avec un calendrier très serré et un vendeur frustré qui souhaite une solution complète pour son portefeuille.

Toutes choses égales par ailleurs, ces situations peuvent créer des opportunités très intéressantes pour acquérir des fonds ciblés, généralement à des niveaux de prix opportunistes.

La performance des transactions à la loupe

Malgré l'atténuation relative de certaines préoccupations et difficultés macroéconomiques au cours des derniers trimestres, l'examen approfondi des fonds ciblés et des entreprises en portefeuille reste un élément clé de la stratégie de Flexstone. Kristof Van Overloop poursuit : « Nous allons encore plus loin que par le passé en termes d'évaluation détaillée des entreprises de portefeuille et de diligence dans notre souscription, en nous concentrant sur les performances commerciales actuelles et les perspectives, mais aussi en évaluant le secteur et les marchés finaux dans lesquels ces entreprises exercent leurs activités ».

C'est d'autant plus pertinent que l'on constate un certain tassement des performances commerciales sur certains marchés. Il y a un an, les GPs étaient clairement optimistes – ils avaient peu d'inquiétudes quant à l'impact de l'inflation sur la demande des clients. « Mais 12 mois plus tard, les avis sont plus partagés », explique Kristof Van Overloop. Dans certains secteurs, les performances des entreprises en portefeuille ont souffert et les valorisations de certains fonds sont quelque peu obsolètes, ce qui

signifie que les prix demandés par les vendeurs peuvent être trop élevés.

« Nous privilégions les GPs qui proposent des valorisations comptables prudentes et qui ont une forte tendance à dépasser les prévisions de performance des entreprises », ajoute Kristof Van Overloop.

L'approche opportuniste de la construction de portefeuille offre de la flexibilité

Alors qu'en 2023, Flexstone a eu tendance à allouer ses capitaux vers les transactions du marché secondaire à l'initiative des GPs, la société anticipe une année exceptionnelle pour les opportunités à l'initiative des LPs en 2024.

« Nous restons opportunistes pour tous les types de transactions du marché secondaire, qu'il s'agisse de l'un ou l'autre type d'opérations », affirme Kristof Van Overloop. « Nous considérons que les deux présentent des avantages et ont un rôle à jouer dans les portefeuilles.

Les deux types de transactions présentent des caractéristiques et des attributs différents, mais l'approche fondamentale de Flexstone est la même dans les deux cas. Alors que nombre de ses concurrents mobilisent des pools de capitaux dédiés soit à l'un soit à l'autre, Flexstone estime qu'il est judicieux de réaliser les deux dans le même véhicule, compte tenu de leur nature complémentaire.

« En ciblant de manière opportuniste les deux types de transactions, nous pouvons nous assurer que l'ensemble des opportunités est maximisé à tout moment. Cela nous donne un avantage concurrentiel en termes de recherche de nouvelles opérations et de recherche de fonds de qualité affichant la meilleure valeur relative disponible sur le marché par rapport à nos homologues qui ne s'intéressent qu'à un seul type de transaction », conclut Kristof Van Overloop.

Publié en Mars 2024

Mentions Légales

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

Pour obtenir un résumé des droits des investisseurs dans la langue officielle de votre juridiction, veuillez consulter la section de documentation légale du site web (im.natixis.com/intl/intl-fund-documents)

En France: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Belgique: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Gare Maritime, Rue Picard 7, Bte 100, 1000 Bruxelles, Belgique

En Suisse Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.

Natixis investment managers peut décider de cesser la commercialisation de ce fonds conformément à la législation applicable

Flexstone Partners, SàRL – Geneva

Flexstone Partners Geneva est une société de gestion indépendante (non régulée), under Swiss Federal Act on Collective Investment Schemes ("CISA"), supervisée par la Commission de haute surveillance de la prévoyance professionnelle ("CHS PP") et régulée par la Swiss Financial Market Supervisory Authority ("FINMA") sur le volet Lutte Anti Blanchiment. SàRL au capital de 750 000 CHF. Registre de commerce n° CH-660-0180005-1 8 chemin de Blandonnet, Vernier 1214, Genève, Suisse.

Flexstone Partners, PTE Ltd - Singapore

61 Robinson Road, #08-01A Robinson Centre Singapore 068893

Flexstone Partners, LLC - New York

Société de gestion immatriculée au Delaware et agréée aux Etats-Unis par la Securities and Exchange Commission et autorisée à fournir des services de conseil en investissement. 745 Fifth Avenue (28ème étage), New York, NY 10151, Etats-Unis.

Natixis Investment Managers

RCS Paris 453 952 681
Capital: €178 251 690
43 avenue Pierre Mendès France
75013 Paris, France
www.im.natixis.com