

MIDDLE-BACK OFFICES : L'OUTSOURCING COMME TENDANCE DE FOND

Suivi réglementaire, valorisation des parts liquidatives ou gestion des appels de capitaux... L'administration des fonds de private equity fait de plus en plus appel aux services annexes proposés par les banques dépositaires pour la conservation des titres.

Même si les fonds de mid market, qui en ont les moyens, préfèrent garder le contrôle de ces fonctions en interne. Tour d'horizon de cette face cachée du métier.

Le travail des partners et directeurs de participations, les deals, stratégies d'investissement et de sortie remplissent nos colonnes à longueur d'année, mais personne n'évoque jamais l'administration des fonds organisée au sein des middle et back offices. Probablement parce que ce n'est pas là que se crée, pour l'essentiel, la valeur ajoutée. Dans la plupart des sociétés de gestion, la majeure partie des effectifs est consacrée à l'équipe d'investisseurs/gérants. «Quand le marché était dynamique, les fonds passaient même 75% de leurs temps à la recherche d'opportunités d'investissements, rappelle un banquier de la place. Depuis que le marché s'est retourné, la proportion s'est inversée en faveur du suivi opérationnel des participations.» Mais la part consacrée à l'administratif reste faible.

«Les sociétés de gestion ont un savoir-faire dans l'acquisition de sociétés, la structuration des opérations, la recherche de financements... Mais elles ne souhaitent pas assurer le suivi administratif et réglementaire lié aux FCPR, tâche chronophage et à faible va-

leur ajoutée. Elles savent aussi que ces fonctions sont de plus en plus techniques et standardisées, même dans un métier spécifique comme le private equity», explique Jean-François Marchand, directeur commercial sur l'activité de conservation des titres chez Société Générale Securities Services (SGSS), leader du marché français pour le private equity.

Le rôle du middle office

Bien sûr, entre les fonds de LBO mid-market qui réalisent 2 ou 3 deals par an, les fonds de fonds et les fonds de venture ou de petit développement qui accumulent les lignes tous les mois – sans parler des fonds paneuropéens qui gèrent des véhicules LPs étrangers, les approches sont très différentes... Il n'empêche que toutes les sociétés de gestion (GPs) vantent généralement en premier le track-record de leur front office. Derrière, les sociétés de private equity s'organisent en théorie avec un middle office, interface entre la gestion administrative des participations (actif), et le back office, chargé de tenir la comptabilité du fonds et de gérer le passif. C'est ainsi que les plus grandes structures possèdent un large socle commun pour les

PAR FABRICE ANSELMINI



fonctions support, par exemple chez Natixis ou AXA Private Equity. «Avec environ 50 salariés contre une centaine pour le front office, le middle office joue un rôle crucial dans notre organisation», explique Christophe Florin, membre du directoire d'AXA Private Equity qui a récemment pris la tête de toutes les fonctions supports (middle-back office, comptabilité, RH, informatique, etc.). «Il a en charge le monitoring des fonds, avec le suivi des flux des portefeuilles, la valorisation de tous les sous-jacents, la bonne tenue de ces valorisations, et le rôle le plus important dans les reportings détaillés ainsi que les rapports semestriels transmis à nos investisseurs.» Tout ça en étroite collaboration avec les gérants du front office, et bien sûr avec le dépositaire du fonds, passage obligé pour tous les FCPR (et FCPI ou FIP), en France notamment, dans la mesure où seul un établissement bancaire agréé peut réglementairement exercer cette activité de conservation des titres pour le compte des investisseurs (LPs)...

Une organisation dédoublée

Toujours dans l'exemple d'AXA Private Equity, le back office se charge ensuite d'organiser – en interne ou en externe selon les cas – la comptabilité du fonds, les calculs de valeur liquidative des parts du fonds, de transmettre ces informations ainsi que leurs positions aux LPs, d'organiser les appels de capital ainsi que les distributions. Dans les faits, les sociétés de gestion n'ont en moyenne qu'une quinzaine de professionnels, dont les deux tiers consacrés aux investissements et à leur suivi. Il n'est donc pas rare de voir le middle et le back office mêlés et réduits à un minimum : 2 à 3 personnes qui ne se cantonnent qu'à un petit minimum des tâches administratives, avec parfois une même personne chargée du reporting, de la «relation investisseurs» et de la communication externe du GP !

Partant du fait que la société de gestion ne peut légalement pas conserver les titres acquis pour le compte du fonds, la fonction middle office se trouve naturellement dédoublée au niveau de l'établissement dépositaire (voir schéma ci-contre). Cette fonction y est généralement organisée autour d'un chargé de compte dédié pour une société de gestion : «Avoir un seul interlocuteur-point d'entrée capable de répondre à toutes nos questions, c'est un argument clé qui nous a séduit chez notre prestataire RBC Dexia», explique Xavier Lorphelin, l'associé qui suit ces questions pour le nouveau VC Serena Capital. Un argument «relationnel» qui est similaire chez SGSS, où une quinzaine de chargés de compte se répartissent les quelque 50 GPs clients pour plus de 200 fonds ! «Soit 3 sociétés de gestion en moyenne par professionnel en middle office, de quoi bien connaître les spécificités de chacun», explique Jean-François Marchand. Et répondre au mieux à tous les besoins de services de ces petites structures, si courantes en private equity.

Délégations sur la gestion et le calcul du passif

Pour la tenue du passif des fonds, rien n'oblige les sociétés de gestion à out-sourcer, et les cas de figure diffèrent là encore entre un fonds captif, un fonds pour compte de tiers et un FCPI/FIP. «Pour un fonds captif, qui ne possède pas (ou peu) de LPs tiers et gère plutôt des FCPR à procédure allégée, c'est parfois plus facile de continuer à gérer le passif en interne, ne serait-ce que pour des questions de liens et d'habitudes dans le reporting», expliquent Philippe Guimard et Guy Mengin, qui suivent avec 4 collaborateurs 10 sociétés de gestion et 60 fonds chez Credit Suisse (France) où ils sont arrivés en 2006, pour démarrer cette activité PE, le second en provenance d'OBC qui cessait justement ce service. Signe cependant d'une tendance forte, les établissements dépositaires interrogés annoncent que plus de 90% de leurs clients sur le service de conservation (au moins en nombre de GPs) leur délèguent aussi cette part du travail correspondant plus au back office. Il s'agit de comptabiliser les ordres de mouvements des LPs, de suivre leurs engagements, de gérer ou d'aider le GP à gérer administrativement les notices d'appels de fonds et de distributions – qu'il préfère parfois faire lui-même pour des questions de relationnel, etc.

Les principaux services, comme chez SGSS où 15 autres personnes sont dédiées à ces tâches pour le private equity, ont également développé en interne (ou fait développer par des éditeurs de ●●●



“Les récentes évolutions réglementaires, tant sur le métier des GPs que sur celui des dépositaires, sont à l’origine d’investissements significatifs et de nouvelles offres de services chez ces derniers.”

Sébastien Péru,
21 Centrale Partners

un certain niveau de management fees, comme LBO France, Apax, Sagard, 21 Centrale Partners ou Activa, ont les moyens et font le choix de continuer à tenir la comptabilité et l’essentiel de la gestion du passif en interne : «Avec 7 personnes dédiées aux fonctions financières – contre 12 en front office – cette gestion en interne nous offre plus de réactivité pour soutenir nos gérants et répondre à nos LPs», explique Sébastien Péru, directeur financier de 21 Centrale, en évoquant une «marque de fabrique» de l’ancienne Société Centrale pour l’Industrie, et «la volonté de garder une parfaite maîtrise de l’ensemble des processus, de la décision d’investir jusqu’aux reporting destinés à nos investisseurs». Mariane Le Bourdier, DAF chez Sagard, où un tiers de l’effectif est aussi dédié à l’ensemble de la gestion administrative et financière du fonds, ajoute : «Habitué à des process très rigoureux, nous avons également préféré conserver ces fonctions en interne pour des raisons de qualité de contrôle, même si c’est beaucoup de travail.»

«Mais dans ces périodes tourmentées, la priorité pour les gérants

n’est-elle pas de se concentrer sur leur métier. D’un point de vue technique et pratique, le choix s’impose», estime quant à lui Bernard Blaud, directeur commercial France chez BNP Paribas Securities Services, en évoquant aussi l’intérêt des fonds immobiliers (OPCI) pour ces types de services. «Cela ne peut que renforcer leur marketing et leur relationnel auprès de leurs clients investisseurs.» «Je pense que nos applications informatiques permettent en effet un suivi quotidien et des services de gestion et comptabilité à grande échelle avec une sécurité certaine», ajoute Hervé Schunke,



Bernard Blaud explique que c’est un métier stable, avec des revenus récurrents et des risques mesurés pour un groupe comme BNP Paribas.

responsable du département chez CACEIS Bank Luxembourg. Pour Sébastien Péru, «ce sont les récentes évolutions réglementaires, tant sur le métier de GP que sur celui de dépositaire, qui sont à l’origine d’investissements significatifs se traduisant par l’émergence de nouvelles offres de services performantes, notamment chez les banquiers dépositaires qui revendiquent désormais des services high-tech et sur-mesure «capables de tout faire» ! ■

••• progiciels spécialisés comme eFront) des applicatifs spécifiques afin de permettre au gérant de suivre le passif du fonds au fil de l’eau. «La délégation est de plus en plus courante car ces activités demandent de plus en plus de procédures précises que les petites sociétés de gestion n’ont pas les moyens de maintenir», insiste Guy Mengin chez Credit Suisse (France), qui n’hésite pas, comme ses concurrents, à ajouter une activité de conseil auprès des GP qui se créent et ne savent pas comment déposer un dossier d’agrément, comment rédiger le règlement du FCPR, dans quel ordre s’organiser pour répondre aux différentes procédures, etc. La gestion du passif est rémunérée en proportion du montant, mais également du nombre de souscripteurs à gérer, qui peut aller de 2 ou 3 institutionnels à 15000 ou 20000 particuliers pour les FCPI. La gestion de la fiscalité et la production des attestations attenantes pour les investisseurs est un service généralement inclus. «Pour la tenue du registre, le reporting, les appels de fonds, les distributions, nous nous adaptons aux souhaits du GP : cela peut être délégué au dépositaire ou pas», explique encore Jean-Christophe de Coninck, délégué général chez RBC.Dexia.

Si la délégation sur la gestion du passif est le premier service annexe proposé par les banques dépositaires, il en existe naturellement bien d’autres, à commencer par les valorisations des parts liquidatives (NAV, actifs du fonds diminués des dettes, divisés par le nombre de parts) pour le compte des LPs. Là encore, il y aurait une forte tendance à l’externalisation, «notamment chez les nouveaux GPs», explique Jean-François Marchand chez SGSS qui y consacre 14 spécialistes au sein de ses services administration de fonds. Cette filiale dispose d’un progiciel de comptabilité adapté aux besoins de ces clients (Alfas-GP3), peut intégrer le calcul de la valeur liquidative de tous types d’actifs (non cotés, cotés, actions, obligations, etc.), et tenir compte des évolutions de normes comptables. C’est particulièrement vrai chez les équipes de venture, qui n’ont pas toujours de comparables ou de vision à moyen terme et gèrent des portefeuilles vastes avec de petites équipes, ou encore pour les gérants de fonds, qui doivent faire remonter les NAV trimestrielles de tous leurs fonds sous-jacents.

Quel contrôle qualité ?

Ce service comptable à la carte, qui peut aussi être assuré par des prestataires autres (le cabinet Aplitech est par exemple cité par plusieurs GPs), peut évidemment être pratique. «Environ 50% de nos clients l’utilisent», explique Isabelle Cuny, qui s’en charge dans une structure ad hoc chez RBC Dexia. Mais il peut aussi très bien être conservé en interne, comme chez AXA Private Equity, le calcul étant d’autant plus simple que le fonds gère des produits «purs». C’est notamment le cas des équipes LBO, qui pour des questions de suivi des marchés et d’études des comparables boursiers valorisent déjà au jour le jour leurs actifs sous gestion. Celles du mid-market, grâce à

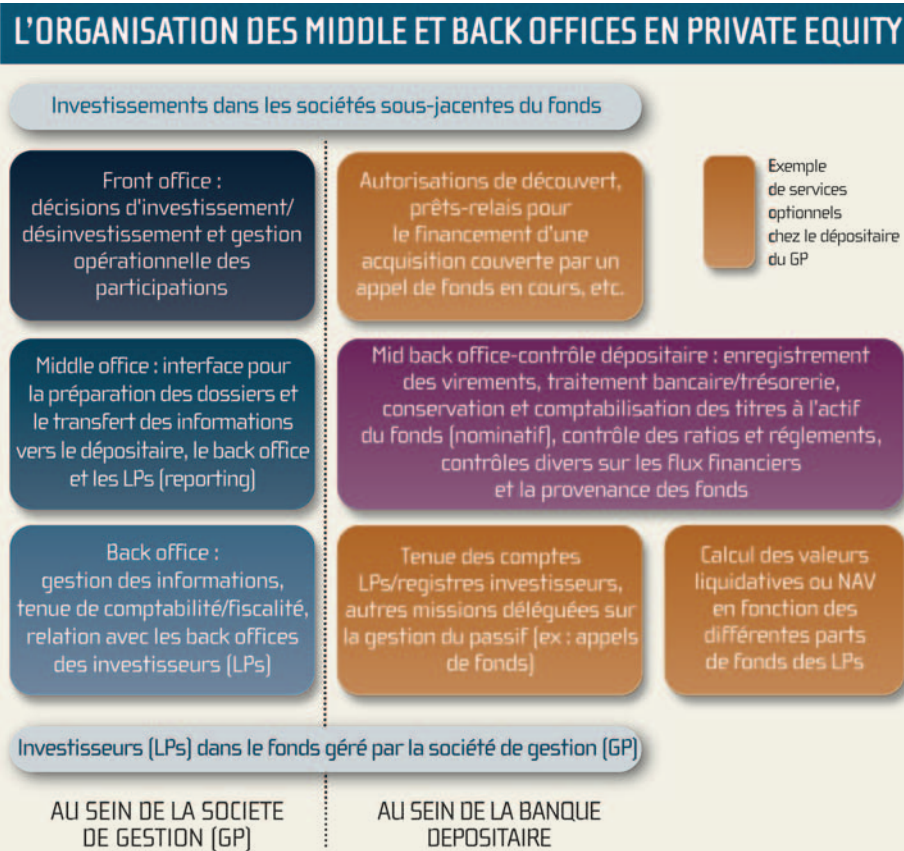


Schéma : Private Equity Magazine, avec les banques dépositaires interrogées



Jean-Christophe de Coninck, délégué général chez RBC Dexia.

DÉPOSITAIRE CONSERVATEUR DES TITRES : UN MÉTIER EN PLEINE MUTATION

pour préfinancer l'equity d'une holding dans l'attente d'un appel de fonds non terminé, attendre une dette non encore tirée, soutenir une sous-holding dans le cadre d'un montage LBO. Si le financement re-lais le plus classique reste l'autorisation de découvert sur 10% de l'actif net du fonds, plusieurs banques proposent désormais des bridges financing plus élaborés.

Organisation de la tenue de compte

C'est aussi ce middle office externalisé qui effectue la tenue de position au nominatif : «Avec une expérience de prestataire pionnier sur les services titres depuis la création des FCPR, nous avons développé des applicatifs spécifiques afin de pouvoir distinguer à tout instant les positions en attente de justificatif (ordres de mouvements) et les positions juridiquement en propriété (attestations reçues du service émetteur)», rappelle Jean-François Marchand chez SGSS, évoquant ses clients historiques comme Apax, 3i, Sgam AI Private Equity, Argos Soditic, Sofinnova, Alto Invest, et désormais Sagard ou encore Cinven et HIG pour les poches de fonds dédiées à la France. «Depuis trois ans, les grands fonds anglo-saxons créent souvent un FCPR spécifique pour gérer leurs investissements en France : ils passent alors naturellement par un dépositaire local.»

Née d'une interdiction faite aux fonds de pension américains en 1974 de simultanément gérer et conserver les actifs financiers de leurs clients, la conservation de titres – sorte de coffre-fort où sont entreposés les actifs financiers – est avant tout administrative. En France, tout FCP doit utiliser les services d'une banque dépositaire agréée pour la conservation des titres depuis la loi du 23 décembre 1988. Certes, ce n'est pas le métier de la banque le plus glamour, mais il est depuis des années en pleine mutation, et s'oriente vers des services à forte valeur ajoutée : prêts de titres et d'espèces, gestion du passif, valorisation... Selon l'instruction COB de novembre 1993 sur les «banques dépositaires», refondue dans le livre III du Règlement Général AMF applicable depuis le 1er janvier 2008, le dépositaire a pour missions principales de : recevoir la documentation liée aux acquisitions réalisées par le fonds, régler et enregistrer ces acquisitions (par virement ou même chèque de banque), contrôler la régularité des décisions prises par le gérant, certifier les positions et conserver les titres de la participation détenus à l'actif, sachant cependant que toutes les banques dépositaires (peut-être 70 ou 80 établissements en France) ne possèdent pas ces services de conservation des titres et tendent à sous-traiter cette fonction (auprès de 6 ou 7 spécialistes).

De la même manière, c'est donc ce «middle-back office externalisé» qui traite, sur instruction du GP, tous les flux financiers liés aux participations (dividendes par exemple) et qui suit le cash en trésorerie dans les fonds. «Cela paraît simple, mais le private equity est un métier particulier et le closing un exercice précis où les flux financiers sont souvent réglés au «millimètre»», rappellent Patrice Mandin et Gérard Delporte, chargés de clientèle chez RBC Dexia, qui compte, depuis la reprise des activités de Neufilize-OBC, 45 GPs clients pour ce service dédié au private equity : Access CP, AGF PE, 21 Centrale, 123 Venture, Capzanine, les nouveaux ABENEX et Serena Capital, OFI PE, etc. C'est bien sûr à ce niveau que peuvent intervenir tous les services de prêts proposés au gérant d'un fonds :

UN MARCHÉ CONCENTRÉ

Avec 3655 milliards d'euros d'actifs en dépôt, un encours de gestion de 739 milliards d'euros et près de 6000 fonds sous administration, BNP Paribas Securities Services est n°1 européen de la conservation des titres (tous types de gestion confondus), et n°5 mondial. Cette structure, dont les revenus sont générés surtout hors de France, est issue des rapprochements successifs de Paribas avec JP Morgan Europe (1996), puis avec Cogent (2002), Exelbank et RBS International Securities Services

(2007), avec un modèle «multi local» dans 25 pays et sur 90 marchés. «Pour un groupe comme BNP Paribas, c'est un métier stable avec des revenus récurrents et des risques mesurés», explique Bernard Blaud. Les 4 premiers, State Street, Bank of New York, JPMorgan, Citigroup, sont dépositaires de près de 50% des actifs dans le monde, sur un marché qui s'est beaucoup concentré depuis dix ans, même en Europe où CACEIS, Credit Suisse, RBC Dexia, LCF Edmond de Rothschild... font partie des autres acteurs.



Jean-François Marchand, directeur commercial conservation des titres chez Société Générale Securities Services.

La tenue de compte pour l'actif pose aussi la question de la différence entre coté et non coté : chez RBC Dexia, les chargés de compte sont bien distincts afin de pouvoir servir les clients sur des délais différents ; alors que d'autres dépositaires comme Credit Suisse (France) considèrent que c'est plus logique qu'une même équipe au sein des services titres/OPCVM gère toutes les positions pour un même fonds, cotées ou non cotées, et organisent les rapprochements. «Cela évite la sous-traitance et une perte de contrôle sur des délais parfois ser-rés dans l'activité LBO. Quand tout est ainsi centralisé, nous pouvons aussi nous appuyer sur les autres services et compétences de la banque, investment banking pour les questions de corporate, ou private banking pour gérer les intérêts des personnes physiques», explique Philippe Guimard en évoquant les avantages d'une approche intégrée. «Nous travaillons aussi avec une logique plus «client» que «produit», explique Hélène Devesa, relationships manager chez BNP Paribas Securities Services. A la différence près que notre structure, issue du rapprochement avec JP Morgan Europe en 1996, est une banque indépendante et spécialisée au sein du groupe BNP Paribas et qu'en conséquence il existe un véritable «chinese wall».» Parmi ses 17 GPs clients en France (150 fonds de PE), on peut citer PAI, AXA Private Equity, UFG PE ou encore A Plus Finance (FCPI).

Enfin, c'est aussi à ce niveau que s'effectue le «contrôle dépositaire», pour vérifier, sur l'actif et en lien avec l'AMF dans certains cas extrêmes, que les ratios sont bien respectés au regard du statut légal du fonds (50% investis en non coté pour un FCPR par exemple) et de son règlement. Cela peut-être le même service qui contrôle le respect du règlement au passif : minimums de souscription, autres restrictions, qualité d'«investisseur averti», etc. En outre, tous les établissements dépositaires et/ou délégués ont aussi un service «compliance» chargé, à l'ouverture d'un compte nominatif au passif, de recueillir une documentation précise pour vérifier l'identité des porteurs, la provenance des fonds, éviter les activités frauduleuses et appliquer les procédures anti-blanchiment. ■

F.A.

LE LUXEMBOURG, CAS À PART

Avec la Sicar, en 2004, le Luxembourg a introduit un véhicule alternatif intéressant, au niveau réglementaire et fiscal, pour les européens : la Commission de surveillance du secteur financier (CSSF) en comptabilise déjà 205, sur tous les segments du PE. Elle approuve les documents constitutifs de la Sicar pour son agrément mais n'impose pas un GP lui-même agréé. «Le gérant n'étant pas situé au Grand Duché doit non seulement choisir un dépositaire agréé CSSF, comme tous les OCP luxem-

bourgeois, mais aussi lui déléguer toute la gestion du passif pour des questions de responsabilité», explique Hervé Schunke, du département chez CACEIS Bank Luxembourg, qui gère, avec une quinzaine de chargés de clientèle, plus de 66 clients (Sicar, SIF, etc.) comme Crédit Agricole PE, ICG, Natixis Env. Infrastructure, etc. Plus globalement, les GPs français travaillant avec des fonds off-shore (îles anglo-normandes notamment) agissent comme simple «conseil» de ces fonds placés sous la gestion administrative de prestataires locaux.