

益味 *EVeille*La Lettre du Private Equity en Asie  
no 12 - juillet 2011**Cela fait un an....**

*EVeille* - La Lettre du Private Equity en Asie a été lancée il y a un an. Elle a pu gagner la confiance d'un lectorat d'investisseurs européens pour qui les marchés asiatiques sont devenus **incontournables**. *Eveille* s'adresse tant aux LPs à la recherche d'une diversification et de meilleurs rendements pour leur portefeuille, qu'aux GPs en quête de sorties, de nouveaux débouchés commerciaux pour leurs participations ou d'une diversification de leur base d'investisseurs.

Merci à nos lecteurs pour leur fidélité depuis un an. Ce numéro est le dernier diffusé à un public élargi, et dès la rentrée, la diffusion de *EVeille* sera réservée à nos clients et abonnés.

**AddVenture**, cabinet de conseil en investissement dans le private equity en Asie, intervenant pour le compte d'investisseurs européens, serait heureux de vous accompagner dans la mise en œuvre de vos stratégies d'investissement. N'hésitez pas à me contacter pour toute demande de renseignement.

Alexia  
W. Tye

Bonnes vacances et à bientôt! ■



Les anciens numéros de *EVeille* sont téléchargeables depuis notre site web [www.addventure-advisers.com](http://www.addventure-advisers.com)

**RETROSPECTIVE : ARTICLES PARUS DANS *EVeille* (SELECTION)**

Le secteur agro-alimentaire Inde/Chine	5/2011
L'investissement dans les cleantech en Asie	10/2010
Thématique des produits laitiers et les biens de consommation en Chine	12/2010
Synthèse des changements en cours dans le domaine réglementaire des fonds RMB en Chine	6/2011
Comment opérer un rapatriement des participations chinoises <i>offshore</i> en vue d'une IPO domestique	5/2011
Portrait comparatif Asie vs France/Europe : chiffres clés du private equity	5/2011
Bilan 2010 - les TRIs top quartile et les distributions	3/2011
« Un Conte de Deux Cités » : le VC et l' <i>early stage</i> , Inde vs Chine	4/2011
Les VCs américains boostent leurs performances grâce à l'Asie	5/2011
Une sortie de US\$4,1Mds dans le buyout coréen pour Lone Star	12/2010
KKR contraint d'adapter son modèle buyout en Inde	2/2011
Crise de <i>key man</i> chez le fonds CDH	6/2011
Le modèle de fonds cross border sino-italien : M&A avec levier dans le healthcare	2/2011
Les investisseurs asiatiques entrent dans les sociétés de gestion des méga fonds	5/2011
Due diligences : les comptes chinois	9/2010
Avalanche d'irrégularités comptables chinoises et le spectre d'une correction	6/2011
Les candidats chinois et asiatiques aux cessions industrielles en Europe (dossiers 3i, PAI etc)	12/2010

## Secondaire Inde : Swiss Re rachète une part dans Evolence India Life Sciences Fund

**Swiss Re Private Capital Partners** va payer US\$5M pour racheter la part de EIH Plc dans le fonds **Evolence India Life Sciences (EILSF)**, avec une décote de 16,2% par rapport à la *fair value*. Le fonds était tiré à 64%, et la valorisation secondaire représente un multiple de 1,29 fois le coût historique. EILSF a clôturé en 2008 à hauteur de US\$84M, et a fait 5 investissements. Il est dédié aux PME indiennes ou liées à l'Inde, dans les secteurs des services, R&D (*contract research*), *devices* et médicaments. Ses investissements sont Fermenta Biotech, Sutures India (consommables chirurgicaux), Anjan Drugs (fabricant de médicaments pour l'épilepsie), Gland Pharma (*drug delivery*) et Health Care Global (services oncologiques).

**EIH Plc** est un véhicule assez osé, sinon innovant dans son approche de levée de capitaux pour l'investissement dans les fonds indiens. C'est un *special purpose vehicle* de US\$65M coté sur l'**AIM** à Londres, dédié à l'investissement dans le fonds life science EILSF, un fonds de fonds indien EIF, et à des investissements ou des co-investissements au moment de l'IPO. Le fonds life science et le fonds de fonds dépendent tous les deux de **Evolence**, un holding gestionnaire basé à Dubai. Des frais de gestion sont perçus à plusieurs niveaux, et les co-investissements impliquent plusieurs véhicules Evolence dans des schémas assez complexes. **Amundi Asset Management** est un investisseur significatif dans EIH Plc.

Les transactions secondaires en Inde sont rares. Certains acteurs, tel **Paul Capital**, s'implantent en Inde dans la volonté de créer un marché. Paul Capital a investi US\$50M en Inde et a récemment mandaté 2 agents indiens pour faire du sourcing et de l'évaluation de deals.

En téléchargeant **EVeille** - La Lettre du Private Equity en Asie sous forme PDF, vous vous engagez à respecter la législation sur les droits d'auteur. L'impression sur papier, la transmission par voie électronique ou la copie du fichier est strictement réservée à votre usage personnel ou celui de votre société. Les conditions d'abonnement interdisent toute transmission de l'ouvrage en dehors de votre société sans la permission de AddVenture.

## Le MBO-OPA de €1,1Mds de KKR sur le fabricant électronique Yageo bloqué par les autorités taïwanaises

La commission taïwanaise de revue des investissements étrangers a mis fin au deal 'take-private' de **KKR** qui visait un retrait de la cote du Taiwan Stock Exchange du fabricant de composants électroniques **Yageo**. L'OPA de €1,1Mds aurait pu être le plus gros deal de private equity en Asie cette année. L'OPA, lancée avec une prime d'environ 14% par rapport au cours de l'action, a été refusée par la Commission, qui citait le manque de transparence du prix d'acquisition et une possible détérioration de la structure capitalistique de Yageo. La transaction comporte un volet de dette, que la Commission appelle 'highly leveraged'.

Cette OPA était structurée comme un *management buyout*, par lequel le fondateur/CEO Pierre Chen de Yageo détiendrait 55% de la société, et le fonds KKR 45%, via un véhicule d'acquisition. Divers fonds de KKR et la famille de Pierre Chen détiennent actuellement 34,3% de Yageo.

Yageo, fondé en 1977, est le 1<sup>er</sup> fabricant de semi-conducteurs au monde. Son profit net a quintuplé en 2010, pour atteindre NT\$4,15Mds (€100M). La stratégie de KKR était probablement de faire des *spinoffs* de certaines divisions, pour les faire coter à l'avenir.

On ne peut pas forcément conclure que le refus des autorités était dirigé contre l'investisseur étranger, car la société restait majoritairement détenue par des capitaux taïwanais. Cependant, les associations professionnelles de capital-investissement et de M&A à Taïpei craignent des répercussions négatives sur les quelques US\$ 3Mds à US\$4 Mds de deals M&A transfrontaliers dans le pipeline. Un exemple notable des difficultés que rencontrent les investisseurs étrangers à Taïwan, est la cession de la filiale taïwanaise d'**AIG**, qui se prolonge depuis 2 ans.

## Unilever crée un fonds de US\$150-200M en Inde

La multinationale des biens de grande consommation **Unilever** crée un fonds 'corporate venture' dédié à l'Inde, financé par des capitaux propres et de tiers. L'équipe, actuellement basée à Londres, va migrer vers sa base indienne.

L'activité de corporate venture chez Unilever date de 2001, et compte un fonds américain et un fonds européen centrés non seulement sur les biens de consommation mais investissant aussi dans les sciences de la vie et les nouveaux matériaux. Unilever rejoint ainsi les nombreux corporate ventures internationales déjà actives en Inde : **Intel Capital**, **SAP Ventures** et **Siemens Venture**. Certains conglomérats indiens tels **Godrej** et **Pantaloon** ont également créé des véhicules de capital risque focalisés sur les biens de consommation.

Après l'Inde, Unilever compte poursuivre une stratégie similaire en Chine.

## L'agroalimentaire: McCormick crée une joint venture en Inde Le producteur d'ingrédients investit US\$115M pour 85% de Kohinoor Specialty Foods India

Entamant sa 3<sup>e</sup> joint venture en Inde depuis 1994, l'américain McCormick contrôlera la joint venture **Kohinoor Specialty Foods**. La joint venture distribuera riz, épices, assaisonnements et produits surgelés en Inde. Ces marchés connaissent un taux de croissance à deux chiffres. Le riz basmati « Kohinoor » est une des premières marques de riz conditionné (*packaged rice*) en Inde, avec une part de marché d'environ 15% parmi plus de 100 marques. L'accord signé avec son partenaire indien (coté au Bombay Stock Exchange) et la famille fondatrice **Arora** comportera des transferts de marques déposées et des clauses d'exclusivité et de non-concurrence. McCormick va transférer son savoir faire en matière de *supply chain* à la joint venture *ce qui devrait permettre de réduire le gâchis de produits liés aux défaillances logistiques*. La JV, qui vise un CA initial de US\$85M, est en attente des autorisations réglementaires.

L'investissement étranger dans le secteur de la distribution est strictement contrôlé en Inde. C'est un marché très fragmenté, où les formats traditionnels

de distribution (les petites épiceries *kirana*, voire les ventes sur le trottoir) appelés *unorganised retail*, représentent encore 95% du marché. Le domaine de l'*organised retail* (supermarchés etc) est un terrain naissant, où un partenaire local est obligatoire. L'Inde est le prochain grand marché de la distribution à exploiter, alors que le marché chinois est déjà très développé. (à titre d'exemple, **Carrefour** détient 180 hypermarchés en Chine et un seul magasin indien inauguré fin 2010).

En Inde, McCormick détient également une participation minoritaire dans une joint venture dans le même secteur dans l'état de Kerala. Les marchés émergents constituent actuellement 9% du CA de McCormick, une part qui atteindra 12% en 2015.

## Buyout pan-Asie: concessions sur les frais de gestion

Bain Capital lève un 2<sup>e</sup> fonds de US\$2Mds avec des fees de 1% ou 2% au choix

**Bain Capital** propose 2 structures alternatives de commission de gestion pour son deuxième fonds en cours de levée, soit le standard de 2% associé à une répartition du *carried interest* de 20:80, ou bien 1%, si l'investisseur concède de partager les plus-values selon le ratio de 30:70. Avec US\$2Mds, ce nouveau fonds aura deux fois la taille du premier fonds pan-Asiatique de Bain Capital levé en 2007.

Le fonds sera focalisé sur la Chine, l'Inde et le Japon. Bain Capital vient de perdre son *managing director* basé à Shanghai, qui rejoint le concurrent **TPG** en août. TPG a récemment perdu 2 senior partners, partis créer des fonds de US\$1Md et US\$2Mds respectivement. TPG cherche à créer une équipe de 12 à 15 personnes pour soutenir les 2 fonds de Yuan 5Mds que la firme est en train de monter à Shanghai et à Chongqing (province de Sichuan).

Le marché des fusions-acquisitions en Asie directement lié au private equity a atteint US\$18,1Md au S1 2011, une croissance de 79% par rapport à la même période en 2010. La Chine représente 20% de ce montant, suivi de près par l'Inde, qui a toutefois dépassé la Chine en nombre de transactions.

## Les méga fonds ont augmenté leur allocation Asie de 4% à 23% depuis 5 ans

Dorénavant 7 sur 10 ont des fonds dédiés à l'Asie

Une étude\* des Top 10 du métier de private equity, dont 2 firmes européennes (**CVC** et **Apax**) révèle que l'Asie et le reste du monde (hors Amérique du Nord et Europe) représente 23% de leurs investissements ce qui constitue une augmentation significative depuis 2006, quand la proportion était environ 4% (La profession\*\* alloue en moyenne 4% à l'Asie et au 'reste du monde', sans augmentation depuis les 5 dernières années). Sept des Top 10 gèrent des fonds dédiés à l'Asie : Apax et **Apollo** sont des exceptions notables.

### TOP 10 DES FIRMES DE PRIVATE EQUITY DANS LE MONDE

(selon le montant de capitaux levés les 10 dernières années)

Firme	Professionnels d'investissement	Siège	Bureaux hors siège	No d'années avant 1er fonds étranger dédié
Goldman Sachs	165	NY	6	8
Blackstone	118	NY	6	26
Carlyle	450	Charlotte	26	12
TPG	760 (staff)	Fort Worth	13	13
CVC Capital	240 (staff)	Londres	19	19
Bain Capital	375	Boston	8	13
KKR	150	NY	13	30
Oaktree	208	LA	13	11
Apollo	162	NY	9	Pas de fonds étranger
Apax	300 (staff)	Londres	9	Pas de fonds Asie

NB 'Apax' exclut Apax France

Ces firmes ont mis entre 8 et 30 ans pour créer leur 1<sup>er</sup> fonds étranger. Les Top 10 possèdent **45 bureaux en Asie**, sur un total de 122 bureaux en dehors du siège. Accessoirement, en Asie, la proportion de capitaux en attente d'investissement est plus faible qu'ailleurs pour les Top 10, qui dispose d'environ US\$125 Mds de 'dry powder' à l'échelle mondiale.

### LE CLASSEMENT DES VILLES D'IMPLANTATION DES FIRMES TOP 10

Ville	Nombre de bureaux
New York	11
Hong Kong	10
Londres	10
Mumbai	8
Tokyo	7
Beijing	6
Luxembourg	5
Paris	5
Shanghai	5
Singapour	5
Los Angeles	4
Séoul	4

Parmi la localisation des bureaux de ces firmes Top 10, les villes les plus fréquemment choisies en Asie sont Hong Kong, Mumbai et Tokyo, même si dans l'ensemble, la Chine (Beijing et Shanghai) prend la 1<sup>ere</sup> place. Il faut noter que le classement des villes est cohérent avec l'orientation fortement buyout de ces firmes : Hong Kong est un hub pour les équipes de buyout en Asie pour des raisons historiques, mais est moins pertinent pour d'autres stratégies comme le capital-développement ou le venture. Ce classement n'indique que la situation des mégafonds, qui sont loin de dominer le métier de private equity en Asie, compte tenu du grand nombre d'équipes indigènes spécialisées dans leurs marchés locaux. Quant à l'activité d'investissement dans les fonds, Singapour pèse plus lourd que Hong Kong en raison de la forte concentration d'investisseurs institutionnels, de fonds de fonds et de fonds souverains.

\*Preqin 2011 \*\*Top 250 firmes de private equity dans le monde.

## Repères culturels : quelles sont les unités de compte en Inde et en Chine ?

Attention - ils ne comptent pas en millions et milliards.....



« La jeune société a levé 20 crore de roupies », « nous avons vendu 3 lakh de pièces détachées »..... Les Indiens utilisent des unités de compte différentes de l'Occident. Ils ne comptent pas en millions et milliards, mais en **lakh** (100.000) et **crore** (10.000.000). En plus, les séparateurs de virgules sont par 2. Ainsi 30 million (3 crore) de roupies s'écrit Rs.3,00,00,000, avec les virgules au niveau des mille, lakh et crore. Ces unités de compte sont utilisées également dans le sous-continent indien et les pays voisins (Pakistan, Sri Lanka, Népal, Birmanie etc)

Et en Chine ? C'est encore un autre système. Les Chinois et les pays historiquement d'influence chinoise (le Japon et la Corée) emploient les mêmes unités de compte : 10.000 (**wan** en chinois) et 100.000.000 (**yi** en chinois). Avec un facteur de difficulté supplémentaire pour le lecteur occidental : la plupart des documents financiers en Inde étant en anglais, on repère bien les lakhs et les crores dans le texte. Alors que pour les Chinois, les Japonais et les Coréens, les business plans, les comptes et les graphiques sont le plus souvent dans la langue d'origine. Le lecteur étranger ne saura peut-être pas si facilement décrypter les 万(wan) et les 亿(yi).

De plus, il n'existe pas un mot (ou idéogramme) unique pour exprimer le million ou le milliard en Inde ou en Chine.

### La casse-tête des unités de compte

Occidental	Chinois/Japonais /Coréen	Indien et sous-continent
Un fonds de : US\$3 milliards	30 yi de US\$	300 crore US\$
Une population de: 1 million	100 wan	10 lakh

Dans les due diligences et les négociations d'investissement et de désinvestissement avec des interlocuteurs asiatiques, l'acteur occidental sera

constamment confronté à des différences culturelles – qu'elles soient liées à la culture d'entreprise ou tout simplement à la culture nationale. Il peut se sentir rassuré si son interlocuteur traduit toujours les chiffres et les montants en unités de mesure occidentales. Mais le piège est que ces conversions obligent à une gymnastique mentale constante qui comporte un risque d'erreurs. Et quand on se trompe, ce n'est pas comme la différence entre des *miles* et des kilomètres, mais d'un facteur de 10.

## Hony Capital vise des M&A aux Etats-Unis et en Europe Le mégafonds chinois croît fermement aux opérations cross-border

Dans les Top 10 du métier de private equity dans le monde (*voir l'article plus haut*), il n'y a pour l'instant aucune firme asiatique. Pourtant, les gestionnaires chinois ont le potentiel pour devenir des acteurs mondiaux en raison des masses importantes de capitaux qui cherchent des débouchés et de nombreuses opportunités de M&A transfrontaliers. D'ailleurs il n'y a pas si longtemps, aucune banque chinoise ne figurait dans le classement des premières banques mondiales alors qu'il en existe maintenant 3 (selon la mesure du capital *Tier One*).

### HONY CAPITAL: PROFIL

Fondation:	2003
AUM:	US\$4,4Mds
Fonds gérés :	4 fonds en US\$, 2 fonds en Yuan (RMB)
Stratégies :	Buyout/M&A, Capdev, PIPEs
Secteurs :	Biens de consommation, énergies alternatives, services financiers, pharmaceutique, médias, construction

Le patron de Hony Capital, John Zhao (un chinois natif diplômé d'un MBA de la Northwestern University Kellogg School), entend se servir de son fonds en US\$ pour investir dans des sociétés de technologie étrangères (notamment Etats-Unis, Europe, Japon). Hony veut accélérer leur croissance en les aidant à pénétrer le marché chinois. Les jalons sont déjà posés dans cette démarche *cross border* de Hony : en 2010 le fonds chinois a pris une participation de 30% dans **Biosensors International**, une société cotée sur la bourse de Singapour.

Dans le sens inverse, Hony voit la globalisation des entreprises chinoises comme une tendance importante pour le private equity. Fort de sa collecte de Yuan 10Mds (€1,1Mds) pour son 2<sup>e</sup> fonds domestique, Hony visera des entreprises chinoises cherchant la croissance externe via des acquisitions internationales. L'heure n'est plus à une économie chinoise centrée sur la *manufacturing*, mais sur la consommation. L'embouteillage des capitaux sortants sera vite débloqué une fois que le Yuan (RMB) deviendra convertible, selon Zhao. La moitié de ses cibles d'investissement seront des SOEs (grosses entreprises étatiques) ce qui est cohérent avec sa parenté (Hony fait partie du groupe **Legend Holdings**, proche de l'*establishment* chinois). Hony a soutenu l'équipementier chinois Changsha Zoomlion Heavy Industry dans l'acquisition de son homologue européen **CIFA**.

Hony vise un closing pour son 5<sup>e</sup> fonds en US\$ fin 2011, pour un montant au moins égal à celui du fonds précédent de 2008, US\$1,4Mds. Ce fonds vient d'obtenir l'autorisation de convertir des capitaux étrangers en RMB, selon les dispositifs **QFLP** (Qualified Foreign Limited Partner). Ce dispositif (dont le 2<sup>e</sup> lot de gestionnaires accrédités vient d'être dévoilé) permettra à Hony de réunir les capitaux en devises et capitaux en Yuan dans une structure hybride. Les fonds QFLP seraient plus compétitifs pour des cibles recherchant des investisseurs en Yuan, mais sans toutefois pallier à l'inégalité de traitement des capitaux étrangers en matière d'autorisations d'investissement. (*Voir Les fonds en RMB : un grand patchwork réglementaire, EVeille 6/2011*).

Sans idéologie rigide, Hony se plonge également dans des **PIPEs** (*private investment in public equity*). Hony y voit un arbitrage entre les valorisations du non-coté et du coté. Alors que les cours de bourse chutent, les valorisations dans le private equity sont devenues chères (PER de 10 à 15 vs moins de 8 au pic de la crise de 2008-2009). Les PIPEs dans des sociétés chinoises se font souvent dans le cadre d'une participation à des augmentations de capital de sociétés cotées sur les bourses de Shenzhen et Shanghai ('A' shares), ou sur la bourse de Hong Kong ('H' shares). La vague des PIPEs en Chine est en cours (p.ex 16 PIPEs exécutés au mois de mai, pour un montant de US\$1,3 Mds). Certains acteurs vont jusqu'à faire leurs emplettes sur les bourses américaines, allant jusqu'à réaliser des retraits de cote, dans la perspective de se réintroduire plus tard sur une bourse chinoise.



Publié mensuellement par :

**Cabinet de conseil en investissement dans le private equity en Asie, intervenant pour le compte d'investisseurs européens.**

Paris | Singapour | Shanghai

• 8 Villa du Mont Tonnerre, 75015 Paris, France Tel.+33 1 45 67 38 06 +33 6 13 54 36 28 • HSBC Tower, Office 06-22, 100 Lujiazui Ring Road, Shanghai 200120, China Tel. +86 21 6877 7700 +86 1376 1375 298 • 1 Greenview Crescent, Singapore 289311 Tel. +65 9127 9960

Contacter : Alexia W.Tye, Partner

Web: [www.addventure-advisers.com](http://www.addventure-advisers.com) • <http://fr.linkedin.com/in/alexiatyeaddventure>

Email: [addventure@wanadoo.fr](mailto:addventure@wanadoo.fr)

Nos domaines d'expertise dans le private equity Asie :

- Gestion de portefeuille
- Elaboration et mise en œuvre des stratégies d'investissement
- Allocation d'actifs
- Mapping des fonds top quartile
- Evaluation, screening et due diligences
- Rapports et études
- Montage de nouveaux fonds et activités de gestion en Asie
- Soutien aux sociétés de portefeuille (M&A, développement commercial)
- NOUVEAU** : Présence au comité de stratégie Asie des fonds européens

## BULLETIN D'ABONNEMENT

**OUI je m'abonne pour 1 an à *EVeille* La Lettre du Private Equity en Asie**  
(12 lettres mensuelles + suppléments ponctuels + invitations aux ateliers thématiques)

Nom : \_\_\_\_\_ Prénom : \_\_\_\_\_

Société : \_\_\_\_\_

Fonction : \_\_\_\_\_

Adresse : \_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_

Code Postal : \_\_\_\_\_ Ville \_\_\_\_\_

No de tél : \_\_\_\_\_ (fixe) \_\_\_\_\_ (portable)

et de recevoir ***EVeille* La Lettre du Private Equity en Asie** en version pdf

à/aux adresse(s) email suivante(s) :  
\_\_\_\_\_

Je joins le règlement de €836 HT par an (plus la TVA €163):  
par chèque  par virement

à l'ordre de AddVenture/Wai-Chun Tye, ING Direct N.V., 40 Ave des Terroirs de France,  
75616 Paris Cedex 12 Code Banque 14559, Code Guichet 00100, No de compte  
40000138160, Clé 22

Signature : \_\_\_\_\_ Date \_\_\_\_\_

Formulaire à retourner par email ou courrier à :

Alexia Tye, Partner

8 Villa du Mont Tonnerre, 75015 Paris, France Tel.+33 1 45 67 38 06 +33 6 13 54 36 28

[addventure@wanadoo.fr](mailto:addventure@wanadoo.fr)