



EVeille

La Lettre du Private Equity en Asie
Numéro 3 - septembre 2010

Editorial



Le verre à moitié vide : un pays en voie de développement qui dépasse le Japon pour devenir la 2^e économie mondiale.

Après 3 décennies de croissance spectaculaire, la Chine est dorénavant la 2^e économie au monde. A ce rythme elle pourrait même dépasser les Etats-Unis dès 2030. Son pouvoir mondial ne cesse de croître : le prix de presque aucune matière première n'échappe à son influence. Elle détient US\$2 400 Mds de réserves de change, condamnées à être investies à l'étranger.

Cependant, en termes de PNB par habitant, la Chine est plus proche de pays comme l'Algérie et l'Albanie.

Il reste encore de vastes opportunités de développement en Chine, et encore plus en Inde, dont les perspectives de croissance s'étendent plus loin, favorisées par un profil démographique plus jeune.

La clé de cette croissance réside dans l'urbanisation rapide des populations – 615 millions d'habitants vont s'urbaniser dans ces deux pays d'ici 2025. Dans toute l'Asie, 800 millions de personnes intégreront la classe moyenne dans les 2 prochaines décennies, selon les études officielles.

Certes, le modèle export de la Chine s'essouffle, et les taux de croissance à deux chiffres sont peut-être du passé. Désormais la croissance en Chine va être plus modérée, entre 8 et 9 %. Mais l'important sera le virage vers une économie soutenue par la demande intérieure.

L'investisseur misera sur les secteurs qui profitent de ces phénomènes : alimentation et produits de grande consommation, santé, éducation, loisirs. Et en Inde, en plus de ces secteurs, l'infrastructure urbaine. La consommation

actuelle de viande et de produits laitiers, par exemple, est bien en deçà des niveaux de l'Occident.

L'investisseur sera extrêmement prudent quant aux secteurs financier et de l'immobilier en Chine. Avec les plans de relance et l'expansion massive du crédit, de vastes montants de capital ont été jetés dans des actifs non-productifs. Les régulateurs ont récemment demandé aux banques de faire des 'stress tests' comportant une chute de 60% des prix. Une grande inconnue est le niveau de la dette publique, répartie entre le centre, les provinces et les entreprises étatiques. Il faudrait un atterrissage en douceur, car un krach aurait un effet de contagion sur une économie mondiale déjà fragilisée.

Une autre stratégie serait de se diversifier vers d'autres zones, par exemple l'Indochine : le Vietnam et les petits pays de l'Asie du Sud pourront être les principaux bénéficiaires de la délocalisation de la production industrielle de la Chine ■



Alexia W. Tye

Le phénomène des fonds de fonds ciblant l'Asie : Quel chemin vers la gestion pour le compte de tiers ?

Pour se lancer dans le private equity en Asie, doit-on investir dans un fonds de fonds ?

Dans le numéro de juillet 2010 de *EVeille* nous avons décrit les principes de la construction d'un portefeuille diversifié de fonds private equity en Asie, illustrés par un portefeuille-type de US\$ 100M. Posons-nous cette fois la question suivante : est-il recommandé d'investir dans un fonds de fonds Asie ?

La réponse dépend beaucoup de la stratégie que l'on entend adopter : plutôt passive, ou plutôt active ? Est-ce que l'on se positionne pour gérer, à terme, des actifs de private equity Asie pour le compte de tiers ? Dans ce cas, il convient d'adopter rapidement une posture de gestionnaire, et d'encaisser

plutôt que d'acquiescer des commissions de gestion. Une gestion in-house économisera la couche supplémentaire de frais du fonds de fonds (jusqu'à 0,50% p.a.), et peut être menée sans nécessairement une présence locale dans un premier temps. (Cette démarche a été corroborée par les pionniers européens en ce domaine, AXA Private Equity, Partners Group etc.)

Les **spécificités du marché asiatique** donnent lieu à certains écueils potentiels :

Un degré de chevauchement important entre les portefeuilles des fonds de fonds

Il y a cinq ans, il existait encore peu de fonds de fonds dédiés à l'investissement dans le private equity en Asie. Depuis, la disponibilité du capital et l'attractivité de cette zone ont nourri une croissance phénoménale des fonds de fonds, dont le nombre est aujourd'hui de l'ordre de **50**.

Les levées de fonds en Asie sont souscrites à hauteur de **50%** environ par les fonds de fonds, une proportion très élevée par rapport aux marchés occidentaux, où les institutionnels, les assureurs et les banques ont une place importante dans les tours de table. En soi, cette forte représentation n'est pas un problème. En étudiant la composition de ces portefeuilles de fonds de fonds, on est frappé par le degré de ressemblance. Le niveau de chevauchement ('overlap') est estimé à plus de 60%. Autrement dit, 6 fonds sur 10, voire jusqu'à 8 sur 10 dans certains segments, se retrouvent dans les portefeuilles des fonds de fonds de l'univers.

En partie cette situation vient du sentiment de 'sécurité' en faisant comme ses confrères. Mais surtout de la pression que certains gestionnaires ressentent pour sélectionner les fonds '*brand name*'. Ces fonds jouissent d'une forte notoriété suite à quelques succès initiaux, et lèvent ensuite une succession de fonds très rapidement, pour des montants représentant chaque fois un multiple significatif du fonds précédent. Ils ont même le luxe de réduire le montant des demandes de souscription. Ce phénomène, propre à la forte croissance du capital-investissement en Asie, est accompagné parfois d'un **fort turnover** des équipes de ces fonds. A notre sens, ces tendances doivent rencontrer leur limite au bout d'un certain temps.

'Flight to quality' ?

Nous citerons l'exemple d'un fonds chinois qui se trouve dans le portefeuille de beaucoup de fonds de fonds et également d'institutionnels. Il s'agit d'une équipe qui a levé 4 fonds en 8 ans, le dernier à US\$ 1,4Mds. Entre temps, l'historique des sorties n'a guère permis de démontrer un *track-record* complet. Sans vouloir critiquer ce fonds, nous rappellerons que, surtout en Asie, le choix d'un fonds '*brand name*' doit être justifié par une analyse froidement rigoureuse. L'investisseur doit surveiller les risques classiques associés à l'abondance de capital et l'explosion des montants sous gestion, qui peut engendrer des changements de stratégie d'investissement ('*strategy drift*' dans le jargon). On doit aussi être conscient que les fonds '*brand name*' n'offrent pas forcément plus de visibilité que les petits fonds discrets.

Ces comportements 'suiveurs' suscitent la question de la valeur ajoutée qu'apporte le fonds de fonds. Une approche plus créative, ou axée sur des niches thématiques, peut être mieux contrôlée si la gestion du portefeuille de fonds reste 'in-house', ou via des **mandats sur-mesure** (customisés).

L'ISR en Inde : Sequoia Capital et des VCs lancent l'IPO de SKS Microfinance

SKS Microfinance, la première société indienne de micro-crédit, a levé US\$350M sur les deux bourses de l'Inde en Août 2010. C'est l'idée novatrice d'un **investissement socialement responsable (ISR)** réorienté '*for-profit*', soutenue majoritairement par des fonds venture.

SKS Microfinance a commencé comme une ONG en 1998, d'après le modèle du Professeur Yunus, prix Nobel, originaire du Bangladesh, qui déclarait que les pauvres avaient besoin d'« opportunité, pas de charité ». La société octroie des micro-crédits d'un montant moyen de US\$200 à plus de 6 millions de personnes rurales, pour financer un petit commerce (laitier, de thé etc), ainsi contribuant à l'éradication de la pauvreté. SKS Microfinance est ensuite transformée par son fondateur indien-américain en une société commerciale : selon lui la rentabilité est la clé d'accès aux capitaux commerciaux, nécessaires pour répondre aux besoins de la microfinance, s'élevant à US\$ 60

Mds en Inde, et satisfaits à moins de 20%. Les analystes indiens estiment à 20-25% la rentabilité sur fonds propres de la société.

La valorisation retenue pour l'IPO était de plus de **40x** les bénéfices de l'année fiscale courante (terminant en mars 2010), d'environ €30M. L'IPO a été souscrite plus de 10 fois.

Le deal représente un pactole pour le fonds venture américain Sequoia, qui a investi en 2007 un montant de US\$ 11,5M, avec des conditions contractuelles d'une IPO ou d'un rachat au bout de 3 à 5 ans.

Aujourd'hui Sequoia Capital India détient 24% de SKS Microfinance, avec une valorisation d'environ **11x la mise**, justifiant à ses yeux sa ténacité au segment 'early stage' en Inde. La firme a fait une sortie partielle. D'autres investisseurs dans SKS Microfinance incluent George Soros, l'investisseur individuel Vinod Khosla de Silicon Valley, et Unitus, un groupe ISR de Seattle qui compte Pierre Omidyar (le fondateur de **eBay**) parmi ses mécènes.

Malgré le succès commercial de cette affaire, elle suscite des controverses : l'enrichissement soudain de ses fondateurs et de son personnel soulève la question de la continuité de leur engagement, et également des valeurs et de la stratégie future d'une société qui a tout d'un coup changé d'échelle.

Cahier Due Diligences : Quelques écueils typiques dans les comptes chinois

Quand on fait des due diligences sur des PME chinoises (y compris les joint ventures sino-étrangers), en vue d'une acquisition, ou comme partie d'un examen plus général d'un portefeuille d'un fonds d'investissement, il n'est pas rare que l'on découvre des anomalies dans les comptes. Certaines de ces anomalies sont de simples erreurs, d'autres sont peut-être des *misrepresentations* volontaires. En voici les exemples les plus typiques :

Le compte de résultat

Le chiffre d'affaire

Certains revenus ne sont pas enregistrés dans les comptes destinés au bureau d'impôts chinois. Les ventes en espèces, par exemple, sont inscrites dans des comptes "internes". Une partie des revenus peut être reconnue tardivement afin de les reporter sur l'année fiscale suivante. Certaines ventes ne sont pas supportées par une facture TVA.

Coût de revient des ventes

Il arrive que des éléments inappropriés se glissent dans les coûts des ventes, comme des investissements dans des actifs immobilisés.

Charges d'exploitation

Certaines sociétés inscrivent des charges non-déductibles, voire erronées, comme des actifs immobilisés, des pénalités etc. Certaines dépenses inscrites dépassent les limites légales.

Impôts

Souvent l'impôt sur les bénéfices est sous-évalué, et les comptes affichent une perte nette à la fin d'année.

Le Bilan

Créances clients (actif circulant)

Beaucoup de sociétés chinoises ne peuvent pas préparer une analyse d'ancienneté de leurs créances clients, faute d'une bonne communication entre les équipes de ventes et la division financière. Les créances douteuses ne sont donc pas détectées rapidement. Puisque les ventes sont souvent sous-évaluées afin de réduire les impôts, les créances client le sont aussi.

Actifs immobilisés

L'acquisition d'actifs immobilisés peut être effectuée sans facture ni support documentaire, convenue avec le vendeur en contrepartie d'un plus bas prix.

Salaires dûs (passif courant)

Il y a des PME chinoises qui diffèrent au moins une partie des salaires et des charges sociales qui doivent être payés en fin de mois.

Conclusion : il n'y a pas lieu de s'alarmer de ces constats qui font partie de la courbe d'apprentissage des pays en voie de développement. Ces irrégularités ne sont d'ailleurs pas absentes en Europe. L'important est de travailler avec les sociétés pour corriger ces défauts et de pouvoir les prendre en compte dans les négociations. Les PME savent très bien qu'elles doivent se conformer aux normes internationales comptables, si elles veulent accéder aux bourses étrangères telles NYSE, Hong Kong, etc. Il existe par ailleurs un corpus de cabinets d'audit et experts-comptables de bon niveau en Chine.

L'Indochine et la Thaïlande : un complément de portefeuille

Même si l'Inde et la Chine, par le poids de leur économie, occupent une pondération importante au sein d'un portefeuille Asie, il convient de se diversifier vers d'autres pays également en forte croissance, moins concurrentiels pour les cibles d'investissement.

Le **Vietnam** est souvent cité comme la première destination des entreprises cherchant à se délocaliser de la Chine, où les coûts de main d'œuvre commencent à grimper. Un petit nombre de fonds de private equity sont actifs au Vietnam, basés à Ho Chi Minh City et/ou Hanoï. Le premier, **Mekong Capital**, datant de 2001, gère 3 fonds pour un montant de US\$ 168M, avec 5 sorties sur une vingtaine d'investissements. Les cibles typiquement visées par le capital-investissement sont des small et midcaps dans l'agro-alimentaire, la distribution de produits de consommation, l'industrie légère, l'énergie, l'éducation, et les matériaux de construction.

Certains acteurs couvrent le Vietnam comme partie d'une approche régionale. Le fonds **Aseaf** en est un exemple. Ce fonds couvrant l'Asie du Sud Est a récemment achevé sa sortie de TTF, un fabricant de meubles vietnamien, avec un TRI de 81% et un multiple de 1,9x.

L'historique du private equity est plus récent au Cambodge, qui compte 4 fonds étrangers de taille modeste, investissant dans des secteurs similaires tels l'agro-alimentaire (élevage de crevettes, microbrasseries, etc).

La Thaïlande sert de modèle, ou en tout cas, de terrain d'expérience, pour les gestionnaires, à cause des liens forts entre ces économies. Des structures de capital-investissement thaïlandaises remontent à 1985. Un succès notable

récent est celui de **S&P**, une chaîne de restaurants et de pâtisseries, qui a généré 2,5x la mise suite à une sortie industrielle.

Il n'est plus tellement aventurier d'étudier ces marchés, afin d'y affecter une petite portion de son portefeuille. Les fonds sont petits et l'investisseur peut jouer un rôle plus actif. Ces marchés ne souffrent pas de la situation de 'capital overhang' que l'on peut trouver en Chine et en Inde et peuvent présenter des valorisations plus attractives.

ATELIER INVESTISSEURS : « Prendre vos marques en Asie »
destiné aux institutionnels, asset managers et fonds de fonds.

La semaine du 25 octobre 2010 à Paris, 8h30 (*détails à suivre*)

RESERVER VOTRE PLACE AVANT LE 1^{ER} OCTOBRE

auprès de addventure@wanadoo.fr



Pantheon Ventures renonce à son mandat de fonds de fonds secondaire avec China Investment Corporation

Une des grandes intrigues de l'été a été l'abandon par le fonds de fonds britannique Pantheon Ventures du mandat de secondaire d'un montant de **US\$ 500M** (€385M) accordé par **CIC** (China Investment Corporation). La raison n'a pas été rendue publique, mais on peut naturellement penser qu'il s'agit d'un différend fondamental sur les conditions du mandat.

Etre admis dans le cercle des saints des saints du fonds souverain chinois est normalement considéré comme un privilège qui ne se refuse pas, même si on sait que le pouvoir de négociation des termes penche en faveur de CIC, qui détient des actifs de plus de US\$ 300Mds.

CIC a mandaté en février 2010 trois gestionnaires de fonds de fonds secondaires après un processus de shortlisting extensif sur un univers de plus de 30 acteurs, avec l'aide des consultants. Les deux autres gagnants sont **Goldman Sachs** et **Lexington Partners**.

Profil de Fosun, un conglomérat shanghaien devenu principal actionnaire de Club Med

« **Nous avons pensé très tôt à l'international. Après la prise de 7% du capital du Club Med (nous aurions souhaité un peu plus) nous cherchons toujours à investir en France.** »

Ainsi s'est exprimé Monsieur Guo, le fondateur-CEO du groupe Fosun International, le plus grand conglomérat privé en Chine.

Fondé en 1992 par quatre étudiants de la prestigieuse université Fudan de Shanghai, les revenus de Fosun s'élèvent aujourd'hui à l'équivalent de €2,4 Mds (pour les 6 mois de S1 2010). Ses pôles-métiers sont la pharmacie, les services, la distribution, l'acier et les mines, et l'immobilier. Le holding du groupe est coté sur la bourse de Hong Kong.

Monsieur Guo a entendu parler de Club Med pour la première fois en mars 2010. Trois mois plus tard, Fosun devient investisseur et partenaire stratégique de la société française, pour appuyer son expansion en Chine, qui deviendra son 2^e marché dans 5 ans. Fosun a un siège au conseil d'administration et au comité stratégique de Club Med. La participation de Fosun est plafonnée à 10%.

Ayant conclu cette étape de sa globalisation, à l'instar de ses trois modèles Warren Buffett, General Electric et l'homme d'affaire hongkongais Li Ka-Shing, Fosun cherche d'autres cibles en France. Ses centres d'intérêt sont la consommation, le luxe, le vin, l'immobilier, et les valeurs de croissance. La prise de décision est rapide : Fosun a conclu pas moins de 27 nouveaux investissements au 1^{er} semestre de 2010.

Fosun a conclu avec le groupe **Carlyle** en février 2010 un accord stratégique qui débutera avec le lancement d'un fonds de US\$ 100M, libellé en devise

chinoise (le Yuan) et structuré comme un FIP (*foreign invested partnership*). Ce fonds sera géré par Carlyle et Fosun en tant que co-general partners. Le capital proviendra des investisseurs chinois, mais à la différence des nombreux fonds locaux en Yuan, le fonds cherchera des opportunités d'investissement à travers le monde, tant qu'elles présentent une exposition à la croissance chinoise.

Les assureurs chinois ont le feu vert pour investir dans le private equity

Un important règlement, longuement attendu, vient de prendre effet le 31 août 2010 en Chine: les **assureurs chinois** ont dorénavant le droit d'investir dans le private equity et l'immobilier. Cette libéralisation place la Chine enfin au niveau des pratiques internationales, et va dynamiser un univers encore naissant de LPs (institutionnels investissant dans le capital investissement) chinois.

Jusqu'à présent, les investissements dans le non-coté ont été autorisés au cas par cas ou selon des programmes dits 'pilotes', visant l'infrastructure et les banques commerciales.

Les nouvelles règles permettent aux assureurs d'allouer une proportion de leurs actifs au **private equity** et l'immobilier, plafonnés à **5%** et **10%** respectivement. D'autres restrictions s'appliquent au private equity : un plafond de 4% des actifs totaux sur l'investissement indirect (via des fonds), et l'interdiction du capital-risque.

Les principaux assureurs chinois, qui ont vu leur revenu d'investissement se rétrécir (moins 4,3% et moins 25,6% au S1 2010 pour China Life et Ping An respectivement), ne perdront pas de temps pour se développer dans ces nouvelles classes d'actifs. On s'attend à ce qu'ils établissent des entités de capital-investissement.

Quel sera l'impact sur le marché chinois de private equity ?

Il n'est pas évident que cela soit forcément positif. Le flux de capital entrant pourrait atteindre Yuan 220Mds (ou €26Mds), représentant presque **4 fois** les levées de fonds en devise locale en 2010. Cette inondation potentielle de

capital peut déséquilibrer un marché où les cibles d'investissements ne sont pas faciles à dénicher, avec un effet néfaste sur les valorisations.

Les acteurs étrangers pouvant être bénéficiaires

Trois firmes de private equity travaillent le terrain depuis quelque temps : **TPG, Carlyle et Blackstone**. TPG lance 2 fonds en devise locale, basés à Shanghai et à Chongqing, pour des montants de Yuan 5Mds (€580M) chacun. Carlyle et Blackstone ont déjà achevé des premiers closings en juillet 2010 pour leurs fonds en Yuan. Ces véhicules, structurés en forme de *foreign sponsored, domestic limited partnerships*, s'adressent aux investisseurs chinois. En outre, si ces véhicules sont financés par des investisseurs domestiques, ils échapperaient (c'est encore une zone d'ombre) aux réglementations très strictes qui s'appliquent aux véhicules offshore.

Carlyle a collecté près de la moitié du montant de Yuan 5Mds (€580M) recherché auprès d'**entités municipales de Beijing** (BSCOMC, BEIDF) et de sociétés privées et étatiques, ainsi que de particuliers, en Chine.

D'autres acteurs comme **Bain et KKR**, actifs en Chine depuis des années, réfléchissent sur le positionnement à adopter vis-à-vis de ces nouvelles structures de fonds. Ces mesures de libéralisation ouvriront à de tels acteurs de nouvelles sources de LPs.

Notre recommandation : se positionner pour des collaborations sectorielles et avec l'Europe

Les nouvelles mesures permettent également aux assureurs d'investir dans certains secteurs connexes à l'assurance : **la prévoyance-retraite, le biomédical, les sociétés financières non-cotées, et les services automobiles**. Il est temps de commencer le dialogue, pour ceux qui disposent d'une expertise dans ces domaines, souhaitant se développer en Chine, ou de collaborer avec les assureurs chinois en Europe. Car tôt ou tard ces assureurs chinois auront besoin de sortir de leurs frontières, le marché domestique devenant trop étroit, ou trop concurrencé. Il est avantageux d'établir une relation '*early mover*' avant que l'information devienne généralisée : on constate par exemple la lassitude de **CIC** (China Investment Corporation), très démarchée.

Le fonds national de sécurité sociale chinois se positionne pour l'international :

En parallèle des mesures de libéralisation pour les assureurs (voir ci-dessus), le fonds national de sécurité sociale chinois (NSSF), détenant des actifs de US\$ 240Mds, fait du lobbying actif auprès des autorités réglementaires afin d'obtenir leur aval pour investir dans le private equity à l'international.

Le NSSF se familiarise déjà avec cette classe d'actifs, maintenant un dialogue avec les principaux gestionnaires globaux, qui auront l'espoir de recevoir d'éventuels mandats d'investissement. Le fonds a déjà une allocation de plus de 20% au private equity domestique.

Le fonds souverain chinois devenu *cornerstone investor* dans l'IPO de L'Occitane

La société de cosmétiques L'Occitane a accueilli **CIC** (China Investment Corporation) comme investisseur-clé dans son introduction sur la bourse de Hong Kong. CIC a investi US\$ 50M sur le total de US\$ 708M levé (un montant modeste pour le fonds qui déclare exiger un ticket minimum de US\$ 100M par investissement). La valorisation était de 21.9x les bénéfices de 2010-2011. La société, visant une expansion rapide dans les pays émergents, a volontairement choisi une bourse asiatique pour cette opération. La tranche destinée aux investisseurs particuliers a été sursouscrite 159 fois.

L'Occitane, une PME en forte croissance (81 M€ de profits pour l'année fiscale 2009-2010, représentant une hausse de près de 40%) est la première société française à être cotée à Hong Kong.

DANS LE PROCHAIN NUMERO DE

EVeille La Lettre du Private Equity en Asie :

- Focus sectoriel : le cleantech

Publié par



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

Paris | Singapour | Shanghai

AddVenture est le premier cabinet indépendant de conseil en private equity en Asie pour le compte des investisseurs institutionnels en France. Depuis 2002, AddVenture accompagne avec succès ses clients dans la définition des stratégies d'investissement, l'évaluation et la sélection des cibles et la gestion de portefeuille. AddVenture a été fondé par Alexia W. Tye, qui travaille depuis 14 ans dans le capital-investissement. Elle a été Senior Vice-President chez GIC (Government of Singapore Investment Corporation) en charge des fonds, directs et co-investissements et Directeur de Projets au sein du Groupe Caisse des Dépôts. Alexia W. Tye est membre de GIC Connect, le réseau officiel réunissant les anciens des équipes d'investissement de GIC.

Web: www.addventure-advisers.com <http://fr.linkedin.com/in/alexiatyeaddventure>
Email : addventure@wanadoo.fr

*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, en tout ou en partie, est strictement réservée à votre usage personnel ou celui de votre société. Les conditions d'abonnement en interdisent toute transmission en dehors de votre société sans la permission de AddVenture.*

BULLETIN D'ABONNEMENT

OUI, je m'abonne pour 1 an (12 numéros + les 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 €1 000 TTC par an :
 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