

Les Echos
capitalfinance

6 SEPTEMBRE 2021

Édition spéciale **IPEM**

8 & 9 SEPTEMBRE 2021
HIPPODROME DE PARIS LONGCHAMP

IPEM



Photomontage. Les animaux présents ont été photographiés dans leur milieu naturel. Photos : Taga / Matthew Gibson / 123RF - Mobilier : la manufacture et @cider - Agence : LES CYCLISTES



Même les plus impressionnants ont besoin des meilleurs conseils
quand il faut prendre des décisions vitales.

Chaque entreprise a sa propre personnalité. Tout comme chaque entreprise, à certains carrefours de son histoire, a besoin de conseils stratégiques sur mesure, sur la base de faits et chiffres analysés par des experts. Accuracy, présent dans treize pays sur les cinq continents, accompagne, en toute discrétion et avec un professionnalisme de très haut niveau, les directions dans leurs prises de décisions stratégiques dans les contextes de transactions, de différends, et dans les situations critiques.

Les retrouvailles

Les 8 et 9 septembre sonneront l'heure des retrouvailles pour le private equity. Pour la première fois depuis plus de dix-huit mois, l'industrie se rassemblera, à la faveur de l'édition 2021 de l'IPEM, qui se tiendra à l'hippodrome de Longchamp (lire, p. 4-9). Une occasion unique pour *Capital Finance* de resserrer encore plus ses liens avec l'IPEM, en vous proposant de découvrir, ici, un hors-série spécial, intégralement dédié au non-coté.

Cette grand-messe prendra corps à un moment historique.

Jamais le capital-investissement n'aura pu autant revendiquer le caractère dominant, incontournable, gagnant, de son modèle. Dans le monde, les financial sponsors

viennent de connaître leur meilleur niveau d'activité depuis quatre décennies, en signant 513 Md\$ de LBO au premier semestre. A l'heure où s'ouvre la nouvelle présidence de France Invest (lire, p. 10-11), le buy-out tricolore s'apprête, aussi, à vivre son Grand Soir, avec près de 170 deals recensés à fin juillet, selon *Capital Finance* (lire, p. 12-13). Idem pour le financement de l'innovation, avec un millésime 2021 qui marque la consécration du growth capital et plus de dix tours de table supérieurs à 100 M€ dans nos frontières (lire, p. 7 et p. 23-30). Le tout dans un marché du fundraising qui gagne en sophistication et en profondeur, avec, en toile de fond, la percée inexorable de l'impact investing (lire, p. 16-21). Toute la rédaction vous souhaite une bonne lecture et vous donne rendez-vous sur les pelouses de l'hippodrome de Longchamp...

Emmanuelle Duten

Rédactrice en chef de Capital Finance



4 REGARDS CROISÉS

- Antoine Colson, IPEM
- Simon Marc, PSP
- Alain Godard, FEI
- Claire Chabrier, France Invest

12 LEVERAGED BUY-OUT

- Vers une année 2021 de tous les records pour le LBO français
- Management packages : les fonds lâchent encore un peu de lest

16 FUNDRAISING

- Les continuation funds préparent leur montée en puissance
- L'impact convainc progressivement les LPs
- Le private equity en route pour battre des records de levées

23 GROWTH CAPITAL

- Où est la France sur l'échiquier européen des « tech titans » ?
- Growth : le millésime de la consécration
- Interview A. Margoline, Permira
- Valorisation tech : s'affranchir de l'arithmétique



Président de la SAS Investir Publications et Directeur de la publication :
Pierre Louette •
Éditrice : Ghita Chami •
Édité par Investir Publications SAS,
S.A.S. au capital de 4 177 350 €
R.C.S. Paris 351 660 808 •
Commission paritaire :
1222 T 82540 • ISSN : 0999 5978 •
10 boulevard de Grenelle CS 10817
75738 Paris Cedex 15 •
capitalfinance.lesechos.fr

REDACTION : 01.87.39.XX.XX
Rédactrice en chef : Emmanuelle Duten
(70.34, eduten@lesechos.fr)
Chef de service : Xavier Demarle
(70.33, xdemarle@lesechos.fr)
Coralie Bach
(70.76, cbach@lesechos.fr)
Thomas Loeillet
(70.35, tloeillet@lesechos.fr)
PUBLICITE :
KETIL MEDIA - 01.78.90.15.33

Responsable de la diffusion :
egauciere@lesechosleparisien.fr
mlcarreno@lesechosleparisien.fr
Contact commercial et gestion des abonnements : tél. : 01.70.37.61.35,
fax : 01.55.56.70.38,
serviceclientscapfin@lesechos.fr
Service abonnements, 8 rue de Mouchy,
60438 Noailles cedex
Abonnement annuel : 1749 € HT
Maquette : François Guihard, MG Imprimerie
Impression : Dupli-Print

Toute reproduction non autorisée, même par photocopie, est interdite

Capital Finance est une publication de Groupe Les Echos
Principal associé : Ufipar (LVMH)
Président-Directeur-Général :
Pierre Louette
Directeur général délégué :
Bérénice Lajouanie
Directeur délégué :
Bernard Villeneuve

« Cette édition de l'IPEM se veut comme un think tank sur les défis du non-coté »



ANTOINE COLSON
CEO, IPEM

Antoine Colson, CEO de l'IPEM, dévoile, pour *Capital Finance*, les orientations thématiques de l'IPEM qui s'ouvrira le 8 septembre, à Paris. Des thèmes ombrelles à la hauteur des enjeux de la classe d'actifs.

CAPITAL FINANCE: L'IPEM va rassembler tout l'écosystème du capital-investissement en septembre, à Paris. Quelle est la mission que vous assignez à cette nouvelle édition ?

A.C.: Ce sera le premier évènement auquel se réunira l'industrie du private equity depuis plus de dix-huit mois. Le hasard a fait qu'elle s'est séparée, lors de notre édition cannoise, en janvier 2020, quelques jours avant l'apparition de la pandémie de Covid-19. Dès que s'est ouverte la fenêtre d'opportunités pour organiser un évènement cette année, nous avons donc saisi cette aubaine. Avec un accueil et une réponse extrêmement favorables de la part de la communauté. Cette traction prouve à quel point les professionnels du private equity ressentent le besoin pressant de se retrouver physiquement. On peut saluer leur extraordinaire capacité d'adaptation, depuis des mois, pour négocier des deals, lever des fonds de manière totalement virtuelle, mais le private equity reste un « people business »...

C.F.: En quoi votre proposition de valeur évolue, elle aussi, par rapport à ce que l'IPEM propose traditionnellement à Cannes ?

A.C.: Nous souhaitons proposer davantage un moment de réflexion et d'échanges exploratoires, prospectifs. Face au changement de paradigme provoqué par la crise, le private equity ne peut pas faire l'économie d'une réflexion sur les défis sociétaux auxquels il doit faire face: transition écologique, diversité, engagements auprès des salariés et des consommateurs, interactions avec les pouvoirs publics dans le cadre de la relance post-Covid, etc. Les attentes à l'égard de l'industrie du non-coté n'ont jamais été aussi élevées. Et elles émanent de toutes les parties prenantes, pas seulement des LPs ou des dirigeants d'entreprise. En septembre, l'IPEM se veut, en somme, un « think tank » ainsi qu'une plateforme, une scène, pour donner de la voix sur tous ces enjeux. Mais tout ce qui a fait historiquement le succès de l'IPEM à Cannes reste au cœur du dispositif: interactions business – encore rehaussées par l'amélioration de

notre plateforme digitale –, échanges informels... Dans cette industrie, tout est information. Et la somme d'informations qui est partagée lors de l'IPEM est colossale!

C.F.: Quelles seront les thématiques ombrelles qui serviront de fil rouge ?

A.C.: Ce fil rouge est double. Il consiste à faire la somme des questions et des réflexions qui animent le non-coté. Il consiste aussi à anticiper les débats et challenges futurs. De fait, nous proposerons de regarder dans le rétroviseur – sans pour autant trop nous attarder en ce sens – pour tirer les grandes leçons de cette crise: il s'agira de décrypter la prise de conscience qu'elle a suscitée sur la responsabilité, je dirais même la mission, sociétale qui incombe désormais aux acteurs du private equity. Nous nous interrogerons également sur les nouveaux territoires d'investissement, autour du climat, par exemple, car c'est une ligne de force transverse et commune au venture capital, au LBO, à l'infrastructure. Nous décodons la façon dont le secteur a vocation à opérer, autour de grandes thématiques comme la diversité et l'inclusion, mais aussi à la faveur d'un keynote speech sur la « nouvelle génération du private equity ». A quoi ressemblera la prochaine génération de firmes? Quelles sont les attentes de la nouvelle génération de forces vives? Quelles sont les inflexions stratégiques et opérationnelles qu'on peut en attendre? L'impact investing aura, de facto, une place importante dans notre programme... Sans oublier que nous mettrons en exergue des « bold talks » consacrés à ce qui pourrait venir disrupter le private equity: blockchain, finance décentralisée...

C.F.: Comment sera incarnée la dimension européenne ?

A.C.: Plus que jamais, dans cette période post-crise, il apparaît évident qu'il y a une « manière européenne » de « faire » du private equity. Différente donc de celle qu'ont incarnée les barons, pionniers, américains au tournant des années 1980. Cette exception européenne va bien au-delà de la structuration des sociétés de gestion, « partnerships » de ce côté-ci de l'Atlantique, « ownerships » de l'autre. Elle s'incarne dans le rôle pivot qu'occupe le non-coté au cœur du « capitalisme des parties prenantes » (stakeholder capitalism) et dans la partition qui se joue, aujourd'hui, avec les pouvoirs publics sur fond de relance de l'économie. **PROPOS RECUEILLIS PAR EMMANUELLE DUTEN**

À NOTER

En septembre, l'IPEM, c'est 2 000 participants, 600 sociétés, 280 GPs, 300 LPs, 100 advisors et business services.

« Être un investisseur ESG-driven, c'est se projeter à long terme sur des business vertueux »



SIMON MARC
PSP INVESTMENTS

Le responsable mondial du private equity au sein du gérant canadien revient sur la place du non-coté dans la stratégie d'allocation.

CAPITAL FINANCE: En vingt ans d'existence, PSP s'est imposé comme l'un des plus grands gestionnaires d'actifs et d'encours de retraite au monde. Comment prendre la mesure de cette trajectoire ?

Simon Marc: PSP a été créé en 1999 et a commencé formellement à investir, au printemps 2000, autour de stratégies passives et de répliques d'indices. Pendant les deux décennies écoulées se sont ajoutées gestion active et nouvelles classes d'actifs. Aujourd'hui, PSP investit pour les participants actifs et retraités de la fonction publique fédérale, des Forces armées canadiennes, de la Gendarmerie royale du Canada et de la Force de réserve. Il y a vingt ans, l'aventure s'est amorcée avec « zéro » à notre bilan. A la clôture de notre dernier exercice, en mars 2021, l'« AUM » a atteint plus de 200 Md\$. Et l'ambition est de dépasser la barre des 300 Md\$ d'ici à 2030.

C.F.: Que représente le private equity dans cet édifice ?

S.M.: Il pèse environ 32 Md\$, c'est-à-dire trois fois plus que ce qu'il représentait en 2015. Dans cette activité, nous investissons à 50 % en indirect et à 50 % en direct, stratégie qui constitue désormais notre principal vecteur de croissance. Dans les deux cas, notre approche s'inscrit résolument dans une logique de partenariat. Partenariats avec les fonds, partenariats avec nos co-investisseurs en consortium, partenariats avec les managers. C'est animé par ce même esprit que nous développons aussi depuis cinq ans notre empreinte dans le *private credit*. Ce modèle hybride, mêlant direct et indirect dans le private equity et dans la dette privée, constitue un ensemble parfaitement homogène.

C.F.: Où placez-vous l'Europe sur votre échiquier ?

S.M.: C'est un marché historique pour PSP – bien avant même l'ouverture de notre bureau de Londres en 2016. Aujourd'hui, notre portefeuille est investi à un tiers en Europe, à plus de 50 % en Amérique du Nord, le solde étant en Asie – région du monde où nous comptons accélérer fortement dans les prochaines années. Et la France occupe

une place à part entière. Nous y sommes investis dans des fonds et dans des entreprises qui occupent des positions de premier plan à l'international: on peut citer, pêle-mêle, Fives, Ceva Santé Animale ou encore Cerba HealthCare. Ce dernier dossier, par exemple, illustre parfaitement notre stratégie d'investissement: actionnaire depuis quatre ans, nous avons œuvré, aux côtés du management, pour faire entrer un nouveau partenaire au capital, en l'occurrence EQT Partners (que nous connaissons très bien par ailleurs pour être investis directement dans Galderma ou Azelis). Cerba intervient, de plus, dans le secteur de la santé, qui est l'un des fers de lance de nos thématiques d'investissement. Il est, enfin, un moteur de consolidation dans son marché en Europe, comme il l'a de nouveau prouvé, cet été, en menant l'acquisition annoncée de Lifebrain en Italie.

C.F.: Dans ce dossier, comme dans tant d'autres, vous intervenez dans le cadre d'un consortium. Comment se dessinent les horizons de sortie, pour un gérant qui se revendique résolument « long terme » ?

S.M.: Il n'y a naturellement pas de schéma unique, ni prédéfini. Nous évaluons nos opportunités de sortie de manière pragmatique, donc notre durée d'investissement peut être ou non liée à celle de nos partenaires. Nos décisions sont prises à l'aune du mandat qui nous est confié: assurer des retours pour le fonds de retraite. D'ailleurs, sur notre exercice clos en mars 2021, marqué par la crise du Covid-19, PSP a extériorisé des performances historiques: toutes stratégies confondues, le rendement net annualisé sur dix ans ressort à 8,9 % quand le rendement sur un an s'élève à 18,4 %.

C.F.: Dans quelle mesure l'ESG est-il devenu un pivot de votre stratégie ?

S.M.: C'est un élément central de nos décisions d'investissement. S'il a été historiquement un critère de sélection des GPs, il est devenu un réel critère d'investissement. En tant qu'investisseur de long terme, nous devons nous convaincre de la robustesse, de la longévité, de la pérennité du modèle des GPs, des entreprises, des talents. Et l'ESG a et aura, de plus en plus, un impact sur la valeur à long terme de tous ces « actifs ». Être un investisseur ESG-driven, c'est se projeter à long terme sur des business vertueux économiquement, socialement, et environnementalement parlant. PROPOS RECUEILLIS PAR EMMANUELLE DUTEN

« La priorité doit être que les fonds de growth soient, à terme, moins dépendants des capitaux publics »

Le chief executive du Fonds européen d'investissement revient, en exclusivité pour *Capital Finance*, sur les priorités en matière de développement du growth capital sur le continent.

CAPITAL FINANCE: Le FEI a été à la source du développement du venture capital en Europe. Comment se reflète aujourd'hui cet état de fait ?

Alain Godard: En tant qu'institution européenne spécialisée dans le financement des PME, le FEI a toujours articulé son action autour de deux axes. Le premier, qui représente les deux tiers de notre activité, concerne la garantie que nous avons apportée à environ 1,5 million de PME sur le continent depuis notre création, dans le cadre de financements livrés par des banques, des institutions financières, des coopératives, etc. Le second, qui pèse le dernier tiers, concerne le financement des entreprises innovantes, à travers notre métier fonds de fonds. Notre ancrage dans ce marché du capital-innovation est unique: la preuve, un tiers des tours de table signés en Europe sont accompagnés par des fonds dans lesquels le FEI a investi... Voilà notre mission: jouer un rôle de catalyseur pour entraîner, encourager, drainer d'autres investisseurs sur ce segment de marché.

C.F.: L'assise du FEI tend-elle à se réduire dans les marchés les plus matures du venture ?

A.G.: Le FEI s'applique à densifier le tissu des fonds de capital-risque partout en Europe. Son intervention n'a donc pas vocation à aller crescendo ou decrescendo selon la maturité des marchés. La preuve, le gouvernement allemand nous a confié un mandat pour déployer 3 Md€ sur le segment « VC ». Autre exemple, en France, où l'intervention du FEI devrait atteindre, en 2021, un record sur le financement des fonds spécialisés dans les life sciences. Dans la même veine, notre allocation s'articule entre le soutien aux first-time funds et l'accompagnement, dans la durée, d'équipes existantes. En somme, le FEI conçoit son rôle comme celui d'un « développeur de marchés ».

C.F.: Est-ce la même raison qui vous pousse à accélérer aujourd'hui sur le growth capital ?

A.G.: Absolument. Le FEI doit être ce fameux catalyseur pour attirer davantage de capitaux privés sur ce segment, où l'Europe accuse un net retard

par rapport aux Etats-Unis. On connaît la difficulté de convaincre les LPs sur le financement de l'innovation au sens large. Mais, fort de l'expérience accumulée depuis des décennies, le FEI pourrait contribuer à faire sauter un certain nombre de verrous en partageant des informations et des données (valorisation, volatilité, comparabilité des performances, comportements des marchés, etc.), avec l'objectif de rendre ce marché le plus liquide possible.

C.F.: L'enjeu de la souveraineté numérique de l'Europe est-elle au cœur de cette mission ?

A.G.: Oui, car les entreprises européennes doivent trouver sur leur sol les moyens financiers de se développer dans la durée. Or, en France, depuis 2015, près des deux tiers des VCs lead ou co-lead des tours de table sont non-européens (ie, américains ou asiatiques principalement). Même constat en Allemagne, où la proportion grimpe à près de 85%! Et la mécanique se réplique, de plus, sur les « follow-on investments »... Les conclusions du rapport Tibi, qui concernent l'Hexagone, sont d'ailleurs très largement applicables dans le reste du continent. La préoccupation du FEI, sa priorité, doivent être de rendre le financement de ces fonds growth le plus pérenne possible, et donc, à terme, le moins dépendant des capitaux publics. Tout l'enjeu est de s'assurer que les investisseurs privés restent des acteurs impliqués sur un horizon très long...

C.F.: D'où les réflexions sur la création d'une sorte de « fonds souverain » à capitaux mixtes ?

A.G.: C'est exact. On peut observer une convergence de vues de différents pays de l'Union européenne. Toute la question est maintenant de construire le dispositif le plus optimal et le plus efficient. Probablement autour d'une structure inspirée de celle du Plan d'Investissement pour l'Europe, axé sur un concept de « first-loss piece ». De sorte que l'argent public soit mobilisé en couverture de la partie la plus risquée de l'investissement privé... C'est une mécanique vertueuse pour les LPs, qui peuvent faire leur apprentissage sur une classe d'actifs en réduisant la prise de risque, à nos côtés. Les investisseurs institutionnels n'ont, de toute façon, pas d'autres choix que de s'aventurer sur le terrain de l'innovation. Ils savent que le segment du growth recèle aujourd'hui en son sein ceux qui seront demain les gros acteurs de la tech mondiale. Ne pas en faire partie, c'est s'amputer d'une partie de l'avenir.
PROPOS RECUEILLIS PAR EMMANUELLE DUTEN



ALAIN GODARD
FEI

“
Le FEI doit être un catalyseur pour attirer plus de capitaux privés sur le growth.



Special Paris Edition

Hippodrome ParisLongchamp
Sept. 8/9 2021

PROGRAM OF CONFERENCES AND EVENTS

DAY 1 / WEDNESDAY - SEPTEMBER 8, 2021

9:00 pm **REGISTRATION AND WELCOME COFFEE**

LESSONS LEARNED IN 2020/2021

9:45 am
10:00 am **Welcome speech**

10:00 am
10:30 am **Inauguration speech**

10:30 am
11:00 am **Keynote address**

11:00 am
11:30 am **« This time is different », what the pandemic changed for private equity**

11:30 am
12:00 am **When outstanding stewardship also means outsized returns**

12:00 am
12:30 pm **The challenges and opportunities of a fast digitizing world**

9:30 am
11:00 am **Breakfast debate**
What are PE's next opportunities in Africa?

9:30 am
11:30 am **LPs Workshop (LP-only - invitation only)**
What have LPs learned from the last 18 months and what will last after

12:00 am
14:00 pm **Infrastructure Workshop**
A reset moment? How the infrastructure asset class is being redefined

12:30 pm
14:00 pm **NETWORKING LUNCH**

RECOVERY OPPORTUNITIES

2:00 pm
2:30 pm **More mega-deals ahead: will there always be a bigger fish to fry**

2:30 pm
3:00 pm **Institutional investors on arbitraging allocations post-pandemic**

3:30 pm
4:15 pm **The great climate bonanza: Tapping into Europe's Green Deal**

4:15 pm
4:45 pm **Aftershock : Unearthing pockets of value post-pandemic**

5:00 pm
5:30 pm **Emerging consumer trends and future category killers**

5:30 pm
6:00 pm **Closing talk: Diversity and inclusion in Private Equity**

2:00 pm
4:00 pm **ESG Workshop**
The environmental and social urgencies: private equity leads the pack

4:00 pm
6:00 pm **Private Debt Workshop**
Intelligent leverage in a leveraged world: what private debt has in store

6:30 pm
9:00 pm **Garden Party / Opening Cocktail: Celebrating diversity and inclusion in Private Equity**

9:00 pm
0:30 am **DJ Night**

DAY 2 / THURSDAY - SEPTEMBER 9, 2021

9:00 pm **WELCOME COFFEE**

WHAT THIRD WAY FOR EUROPE?

9:30 am **Partnering with China – what roadmap for European Private Equity**
11:00 am

11:00 am **Adopting a VC mindset to solve Europe's challenges**
11:30 am

11:30 am **Private equity and government - a new partnership brewing in Europe**
12:00 am

12:00 am **Allocating beyond returns. Europe asset owners' new approach**
12:30 pm

9:30 am **Healthcare Workshop**
11:30 am
Investment opportunities behind the life science revolution

9:30 am **Tech Workshop**
11:30 am
Capital and more. What European tech really needs

12:30 pm **NETWORKING LUNCH**
14:00 pm

12:30 pm **NEW MANAGER COCKTAIL**
14:00 pm

BOLD IDEAS FOR THE FUTURE OF PE

2:00 pm **DeFi, blockchain technologies : is PE ready for deep digitization?**
2:30 pm

2:30 pm **Toward an impact economy? A game-changing paradigm**
3:00 pm

3:00 pm **A look at the next generation in private equity?**
3:30 pm

4:00 pm **Picking winners – lessons learned from the horse racing world**
4:45 pm

4:45 pm **Closing remarks**
5:00 pm

4:00 pm **Horse Races**
8:00 pm

5:00 pm **Closing Cocktail**
9:00 pm

9:00 pm **LONGCHAMP Soirée**
11:00 pm

SPONSORS



CONTACT:

Valentine VEYSSIERE, Communication & Program Manager

Tel.: +33 (0)1 49 52 14 36 / valentine.veyssiere@europ-expo.com

(Re)connect on: www.ipem-market.com

#IPEM2021

« A l'heure de l'ouverture de mon mandat, le non-coté français est à un nouveau tournant »

La nouvelle présidente de France Invest dévoile sa feuille de route pour les deux ans à venir : fundraising, accompagnement des entreprises en sortie de crise, et responsabilité sociétale et environnementale.

CAPITAL FINANCE : Vous venez d'être élue, à l'unanimité, à la présidence de France Invest, pour un mandat de deux ans. Quel est le projet que vous entendez porter ?

Claire Chabrier : Mon ambition est de capitaliser sur la trajectoire amorcée par Dominique Gaillard, que j'ai accompagné en tant que vice-présidente depuis juin 2018 (lire encadré ci-contre). A l'heure de l'ouverture de mon mandat, le capital-investissement français est à un nouveau tournant. Il est un marqueur clé dans l'économie, comme le prouvent les 250 Md€ gérés par l'ensemble des sociétés de gestion adhérentes de l'association. Il est aussi un formidable moteur pour accompagner les entreprises dans leur transformation (digitalisation, amélioration de la compétitivité, etc.) : une étude que nous avons récemment réalisée en partenariat avec Inuo montre d'ailleurs que les sociétés accompagnées par des fonds de capital-investissement ont extériorisé une croissance de 14 %, en moyenne, sur dix ans, versus 8,5 % pour celles qui ne le sont pas.

Très concrètement, j'ai articulé mon programme autour de trois volets : levée de capitaux, accompagnement des entreprises en phase de sortie de crise, et responsabilité sociétale et environnementale. Sur le front des fundraisings, et à l'heure où le capital-investissement français peut déjà revendiquer une levée de 40 Md€ de capitaux par an, notre action consistera non seulement à convaincre toujours plus d'investisseurs institutionnels (notamment sur les bénéfices d'une exposition au capital-innovation), mais également à rallier davantage d'investisseurs particuliers à la classe d'actifs.

C.F. : Ce thème du fléchage de l'assurance-vie n'est pas nouveau en soi. Pourquoi estimez-vous que le momentum est aujourd'hui favorable ?

C.C. : Nous sommes face à un moment de bascule. Il y a une forte attente des particuliers qui sont désireux d'accéder aux rendements offerts par le non-coté et qui sont de plus en plus enclins à investir dans l'économie réelle. Les pouvoirs publics jouent également un rôle moteur, au même titre que les acteurs de l'assurance-vie, de l'épargne retraite et de l'épargne salariale. Quant aux sociétés de gestion, elles sont disposées à déployer des moyens importants pour capter cette clientèle d'investisseurs privés. Pour transformer l'essai, il faut notamment que les distributeurs soient formés pour être plus à l'aise avec les spécificités du capital-investissement. C'est pourquoi France Invest veut initier un vaste mouvement de pédagogie qui leur sera destiné. L'association entend proposer à



Photo : © Delporte

CLAIRE CHABRIER FRANCE INVEST

l'ensemble de l'écosystème les outils nécessaires pour drainer l'épargne des particuliers. Elle formulera aussi des propositions auprès des différentes parties prenantes pour faire évoluer les réglementations, par exemple en vue de gagner en souplesse afin que les assureurs puissent investir davantage au titre de Solvabilité 2. France Invest œuvrera aussi avec l'AMF pour que les exigences de la compliance soient adaptées. In fine, ce sont 10 Md€ que nous ambitionnons de voir affluer tous les ans dans les fonds de capital-investissement à horizon cinq ans, via l'assurance-vie, l'épargne retraite et l'épargne salariale. Cette épargne de long terme est tout à fait adaptée au profil des véhicules de non-coté. La question des contraintes de liquidité, qui nous est souvent « opposée », n'est pas le sujet principal.

C.F. : L'urgence, c'est aussi la sortie de crise pour les entreprises françaises. Quel rôle jouer ici ?

C.C. : C'est le deuxième pilier de mon programme : accroître le nombre de PME que les fonds vont transformer en ETI. La crise que nous venons de traverser a agi comme une véritable prise de conscience pour un très grand nombre d'entreprises familiales qui étaient historiquement

réticentes à ouvrir leur capital. Celles-ci ont pu constater combien les fonds de capital-investissement s'étaient mobilisés pour accompagner leur participation, certes dans l'urgence, mais aussi dans le rebond post-crise. France Invest souhaite accélérer sa présence et son soutien aux entrepreneurs face aux défis qui les attendent : cybersécurité, taxonomie ESG... Le groupe de travail dédié, que nous allons mettre sur pied, a vocation à fournir les clés pour naviguer dans un environnement toujours plus complexe. Ces « boîtes à outils » serviront aussi aux sociétés de gestion qui n'ont pas nécessairement les moyens suffisants en interne pour pointer ces questions.

C.F. : Dans le même esprit, l'attente reste forte à propos des « Obligations Relance », dispositif au terme duquel les sociétés de gestion pourraient financer environ 1500 entreprises supplémentaires.

C.C. : Ce mécanisme, sur lequel France Invest travaille depuis plus d'un an, en effet, vocation à épauler des entreprises dans la phase de sortie de crise, au travers d'un instrument non dilutif. Les discussions se poursuivent, avec l'objectif de rendre le dispositif opérationnel dès cet été. La nouveauté, c'est que les entreprises évoluant déjà dans les portefeuilles des fonds pourront également en bénéficier – même si le contingent devrait principalement être composé de PME et ETI familiales qui n'ont jamais ouvert leur capital jusqu'à présent. Notre élan vers les entrepreneurs s'incarnera, par ailleurs, lors d'un événement inédit que nous organiserons le 21 octobre. A cette occasion, nous entendons réunir un demi-millier de dirigeants d'entreprises, ainsi que des membres du gouvernement, des économistes, mais aussi des philosophes, etc. Pour que notre profession puisse convaincre, elle doit savoir adopter une position transverse.

C.F. : Quid de la parité sur laquelle l'association a rencontré de francs succès ?

C.C. : Pour ce qui est de la parité, nous avons, en effet, fait un grand pas. Plus largement, je souhaite que France Invest joue un rôle moteur sur la thématique de la responsabilité sociétale et environnementale. Il convient désormais d'accélérer la mobilisation sur la diversité au sens large. L'association s'est emparée des sujets climatiques il y a dix ans. Elle va naturellement poursuivre ses efforts afin que 100 % des sociétés en portefeuille soient en mesure d'atteindre la neutralité carbone d'ici à 2030, sachant que la proportion ressort actuellement à 35 %. Même ambition pour le partage de la création de valeur : ce dispositif, intégré dans la loi Pacte, doit se diffuser plus largement et prendre corps dans la structuration des investissements. Il y a un enjeu d'adoption par les sociétés de gestion, et plus largement par les acteurs de l'écosystème transactionnel (cabinets d'avocats...). Et bien sûr, notre volonté est que France Invest soit elle-même exemplaire sur les sujets d'inclusion et d'ouverture. C'est pourquoi nous allons mettre sur pied un conseil d'administration qui réunira des membres âgés de moins de 35 ans.

C.F. : Comment vous mobilisez-vous en vue de l'élection présidentielle de 2022 ?

C.C. : France Invest a toute la légitimité pour donner de la voix, compte tenu de son poids dans l'économie, de sa capacité à générer de la croissance et de l'emploi et à se saisir des thématiques sociétales. Le moment venu, nous rencontrerons, avec d'autres associations professionnelles (METI, CPME...), les candidats à l'élection avec des propositions concrètes. Mais notre terrain de jeu s'étend aussi naturellement à l'Europe : depuis le Brexit, nous ne ménages pas nos efforts pour consolider notre position de première fédération nationale pour le capital-investissement. Et nous travaillons, main dans la main, avec les autres associations du continent pour faire valoir nos sujets à Bruxelles.

PROPOS RECUEILLIS PAR EMMANUELLE DUTEN

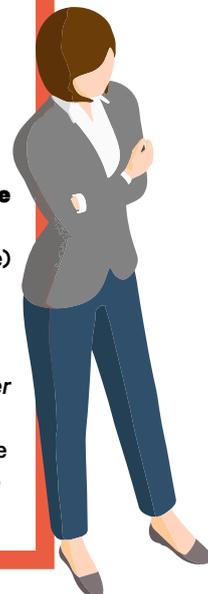
“

Nous ambitionnons que l'épargne des Français afflue à hauteur de 10 Md€ en rythme annuel d'ici cinq ans dans les fonds de non-coté.

Cet article a été diffusé dans le numéro de Capital Finance en date du 21 juin 2021 (CF 1463)

Un nouvel état-major pour France Invest

Claire Chabrier (master fiscalité de l'entreprise, maîtrise sciences et techniques comptables et financières Paris-IX, DESCF) prend la présidence de France Invest pour un mandat de deux ans. Actuellement directrice associée d'Amundi Private Equity Funds, elle œuvrait comme administratrice et vice-présidente de l'association depuis juin 2018. L'assemblée générale a, par ailleurs, élu cinq nouveaux administrateurs : **Isabelle Combarel** (Swen Capital Partners), **Fabrice Dumonteil** (Eiffel Investment Group), **Guillaume Jacquau** (Equistone Partners Europe), **Eric Neuplanche** (Capital Croissance) et **Pauline Roux** (Elai Partners) – à l'heure où les mandats d'Olivier Golder, Christophe Karvelis, Antoine Le Bourgeois et Jonathan Zafrani arrivaient à leur terme. A noter que le conseil d'administration compte 16 membres, dont 9 femmes. Enfin, un nouveau bureau est également nommé. Chargé de « définir les prises de position de l'association, de veiller à la mise en œuvre des décisions du conseil d'administration et d'assurer le suivi des actions et du contrôle du budget », cet organe est composé de quatre vice-présidents qui sont **Christophe Deldycke** (Turenne Capital), **Fabrice Dumonteil**, **Mireille Klitting** (Five Arrows Managers) et **Sophie Pourquéry** (Bee Up Capital).



Vers une année 2021 de tous les records pour le LBO en France

PAR XAVIER DEMARLE



Entre janvier et mi-juillet, *Capital Finance* a recensé près de 170 opérations à effet de levier sur des entreprises françaises. Sauf retournement de situation, l'année se terminera à des niveaux d'activité sans précédent.

En 2020, les acteurs du LBO avaient marqué une pause pour mieux comprendre les effets de la crise sanitaire sur leurs participations et les aider à affronter l'adversité. Au printemps, prendre de nouvelles participations n'était plus vraiment la priorité, dans un marché qui avait d'ailleurs beaucoup de difficulté à estimer la valorisation d'un actif. Le jeu des affaires était clairement revenu à la normale au second semestre... Jusqu'à atteindre des niveaux jamais constatés cette année. *Capital Finance* estime effectivement à près de 170 le nombre de nouvelles opérations à effet de levier annoncées sur des entreprises tricolores entre janvier et mi-juillet 2021. Autrement dit, à peu de chose près, il y aura eu autant d'opérations en un peu plus d'un semestre que sur l'ensemble de 2020, où 182 transactions avaient été nouées. L'activité de l'année dépasse déjà celle enregistrée sur la totalité de certains millésimes, comme 2013 ou 2014 (150 LBO chacun). Mieux, si les investisseurs montrent autant d'appétit durant tout le second semestre que pendant la première moitié de 2021 – ce qui constitue une hypothèse plus que

sérieuse –, l'activité dépassera nettement celle de 2018, l'année qui a été le théâtre du plus grand nombre de LBO jamais constaté dans l'Hexagone, avec 245 opérations.

SOPHISTICATION ACCRUE

La première partie de l'année aura aussi été celle des grandes manœuvres. Jusqu'à mi-juillet, douze transactions ont été annoncées pour une valorisation supérieure ou égale au milliard d'euros, soit déjà plus que de janvier à décembre 2020. Et le « middle market » n'a pas été en reste, puisqu'une petite quarantaine d'opérations se sont scellées sur des valorisations comprises entre 100 M€ et 1 Md€ selon les estimations de *Capital Finance* – les trois quarts constituant des deals de 100 à 500 M€. La multiplication des LBO d'une certaine envergure tient évidemment à la maturité des sociétés cibles. Et l'inflation des multiples d'acquisition fait le reste. Sur le segment des opérations de 15 à 500 M€, pour la zone euro, l'indice Argos mid-market estimait à 12,9 fois l'Ebitda le multiple médian des transactions signées par les sponsors fin juin, sur six mois glissants. Le ratio n'était que de 10 fois l'Ebitda fin 2019.

Les trois LBO en tête du tableau d'honneur font partie des plus gros deals jamais réalisés dans l'Hexagone. Il s'agit de ceux de Cegid (valorisé 5,5 Md€ par une prise de participation de KKR aux côtés de Silver Lake), de Cerba et de DomusVi (environ 4,5 Md€ pour l'un et l'autre). Les plus grandes opérations de l'année décrivent bien le goût des acteurs du LBO pour les schémas plus sophistiqués que le scénario classique de la prise de participation majoritaire d'un fonds dans une entreprise. Au capital de DomusVi, les actionnaires sont restés les mêmes qu'avant, ICG, d'une part, et le fondateur Yves Journal, d'autre part. Le fondateur a grimpé au capital en conviant dans une holding qu'il contrôle une demi-douzaine d'investisseurs triés sur le volet (dont Mérieux Equity Partners). ICG, lui, est revenu via un véhicule plus récent, mais aussi en attirant de nouveaux investisseurs au travers d'un « continuation fund ». Ce type d'opération, qui appellera probablement d'autres deals du même genre à l'avenir, témoigne de la sophistication toujours plus élevée du marché français du LBO. Ce goût pour le sur-mesure se retrouve aussi dans la multiplication des opérations impliquant des consortiums d'investisseurs (dotés d'horizons de sortie, de nature, ou de coloration sectorielle parfois assez marqués...) et plus ou moins équilibrés. Le trio de tête provisoire des transactions de l'année représente bien cette ten-

dance, qu'illustrent bien eux aussi à leur manière IAD ou Funecap, à titre d'exemple.

L'activité des large et upper-mid markets français offre également une bonne photographie des préférences des investisseurs. Le tableau d'honneur est dominé par la santé (Cerba, DomusVi, Cooper Vemedia, Almaviva Santé...), les logiciels/services IT (Cegid, Talend...), mais aussi les actifs dotés d'une forte composante infrastructures ou ayant un caractère essentiel (Circet, Ermewa, Funecap, Grandir...).

Bien sûr, le dynamisme du marché du LBO, en valeur et en volume d'opérations, se nourrit de la reprise économique, sur fond de poursuite de la campagne de vaccination. Certes, monter une opération dans les secteurs sinistrés par la pandémie et les périodes de confinement ou de fermetures administratives successives (hôtellerie, restauration, distribution non alimentaire...) reste encore un défi. Mais entre ces filières et les métiers « Covid-proof », les jeux ne cessent d'être de plus en plus ouverts, même si les négociations autour des valorisations et des impacts (positifs ou négatifs) liés au Covid-19 dans les résultats peuvent toujours être l'objet de longs débats.

CONCURRENCE EXACERBÉE

Et la vivacité du marché s'explique tout simplement par la volonté de la grande famille des investisseurs en LBO d'en découdre. Pour les fonds traditionnels, l'horloge de la période d'investissement tourne. Il leur faut déployer les montagnes de liquidités provenant de LPs dont l'envie de non-coté ne faiblit pas. Et les rangs des acteurs

du LBO ne cessent de s'étoffer encore et encore. Des sociétés de gestion continuent de se créer sur un spectre assez large, du small cap régional (Albarest Partners, créé par des ex-MBO & Co) au mid-market (Adagia Partners, avec des anciens de PAI, Montagu Private Equity et Roland Berger), en passant par des acteurs très spécialisés par type d'opération (comme Trajan Capital, un « pure player » des MBI) ou par secteur. Les PME-ETI tricolores attirent toujours plus d'investisseurs étrangers, à l'instar d'un Insight Partners (avec IAD), d'un Wren House (le fonds « infra » affilié à la Kuwait Investment Authority, qui est en passe d'investir dans Almaviva Santé), mais aussi d'un Ambianta, d'un Lone Star, d'un Waterland Capital Partners ou d'un Marlin Equity Partners, qui sont allés plus loin dans la matérialisation de leur intérêt pour la France en s'implantant directement à Paris. La transformation d'un nombre croissant de sociétés de gestion en de véritables plateformes dotées de stratégies complémentaires (par taille ou situation de société cible) concourt elle aussi à la forte activité du marché. L'exemple de Capza est parlant à lui seul : ce dernier a été en capacité de piloter une bonne douzaine de nouveaux deals en un peu plus de six mois, au travers de ses franchises Flex Equity, Expansion, Transition et Growth Tech. Les percées récentes (ou le retour) de certaines firmes dans des segments de taille d'entreprises inférieurs à ceux de leurs fonds « flagship » nourrissent elles aussi l'explosion du nombre de deals. PAI, Sagard, mais aussi Astorg, Antin ou encore ICG, font partie des GPs qui ont récemment parié sur ce mouvement. ■



Une petite quarantaine d'opérations se sont scellées sur des valorisations entre 100 M€ et 1 Md€.

LES PLUS IMPORTANTS LBO ANNONCÉS EN FRANCE EN 2021*

Type de LBO	Société cible	Segment d'activité	Investisseurs	Cédants/actionnaires historiques	Valorisation (M€)
2 ^e	Cegid	Logiciels B-to-B	KKR, Silver Lake	Silver Lake	5 500
3 ^e	DomusVi	Ehpad	ICG, SRS, Mérieux EP, Flandrin, Stags Participations, Roullier, UI Investissement	ICG, SRS, Bpifrance, Mubadala	4 500
6 ^e	Cerba HealthCare	Analyses médicales	EQT, PSP Investissements	Partners Group, PSP	4 500
3 ^e	Circet	Services d'infrastructures télécoms	ICG	Advent International	3 300
1 ^{er}	Ermewa	Location de wagons	CDPQ, DWS	SNCF	3 200
2 ^e	Cooper Vemedia	Pharmacie	CVC Capital Partners, Charterhouse	Charterhouse	2 200
1 ^{er}	Talend	Logiciels B-to-B	Thoma Bravo	Silver Lake, Bpifrance, marché	2 100
1 ^{er}	Tarkett	Revêtements de sols	Famille Deconinck, Wendel	Marché	1 750
6 ^e	Solina	Ingrédients alimentaires	Astorg	Ardian	1 700
4 ^e	Almaviva Santé	Hospitalisation privée	Wren House Management, SRS, Bpifrance	Antin, SRS	1 400-1 600
3 ^e	IAD	Réseau online mandataires immobiliers	Insight Partners, IK Investment Partners, Five Arrows	IK Investment Partners, Five Arrows, Naxicap Partners	1 200
2 ^e	Funecap	Pompes funèbres et infrastructures funéraires	Latour Capital, Charterhouse, Ophiliam	Charterhouse, Ophiliam	1 000
2 ^e	SGD Pharma	Verrerie	PAI Partners	JIC	800-850
3 ^e	Grandir	Crèches	Infravia	Eurazeo, Bpifrance	800-850
1 ^{er}	Aroma Zone	Cosmétique	Eurazeo	Fondateurs	700
2 ^e	New Immo Group	Réseau online mandataires immobiliers	Permira	Qualium Investissement	700

Source : Capital Finance, sociétés

* Classement au 22 juillet, selon les opérations qui ont fait l'objet d'un article dans Capital Finance



MANAGEMENT PACKAGES: LES FONDS LÂCHENT ENCORE UN PEU DE LEST

Les LBO d'aujourd'hui accordent aux dirigeants une place de plus en plus centrale dans la gouvernance. Et les conditions de marché ne sont pas sans effets sur les mécanismes d'incentive.

La compétition acharnée que se livrent les acteurs du private equity pour les plus belles entreprises a forcément des répercussions sur le contour des nouveaux management packages. A priori, le rapport de force entre dirigeants et investisseurs tend à bouger un peu plus en direction des premiers. Le constat ne saurait être trop général et ne peut s'appliquer à toutes les opérations: la donne sera bien sûr différente entre un premier ou un quatrième LBO, entre une opération menée sur une entreprise où le fondateur est encore à bord et un « carve-out », etc. « Il est évident qu'une équipe de direction forte, qui se dit prête à réinvestir plus de

la moitié des produits de cession qu'elle percevra au débouclage d'une précédente opération avec un fonds, aura davantage d'arguments à faire valoir face à un acheteur pour obtenir un management package "généreux", même si celui-ci doit consentir à formuler des multiples de valorisation élevés », rappelle Charles de Rozières, l'un des associés du cabinet de conseil aux dirigeants de Callisto.

DES RÉVOICATIONS ENCADRÉES

L'évolution est nettement perceptible sur le terrain de la gouvernance, avec des schémas plus équilibrés. Le pouvoir des fonds de nommer ou de démettre les dirigeants et celui de maîtriser les scénarios de sortie ont de plus en plus de limita-

tions, même s'ils restent bien réels. « Il y a encore peu de temps, la règle était la révocation ad nutum d'un dirigeant sans embarras ou justification. La pratique a fait évoluer progressivement ce régime vers davantage d'encadrements, ce qui est venu donner des gages sur l'autonomie de gestion aux équipes de management, observe Stéphane Hutten, avocat associé corporate/private equity chez Hogan Lovells. Les cas précis de révocation pour faute grave ou faute lourde sont de plus en plus prévus de manière formelle, voire limitative. » Certes, des fonds peuvent pousser en faveur de clauses stipulant que, si un dirigeant ne peut être remercié n'importe quand, la sanction peut tomber en cas de sous-performance de l'entreprise... Mais la définition de cette notion peut évidemment susciter bien des débats. « Ces discussions finissent par s'orienter vers une période de référence sur plusieurs exercices et non sur une seule année, avec plusieurs indicateurs se cumulant (contraction des cash-flows, de l'Ebitda, etc.) », relativise une source. Signe des temps, à l'issue des pourparlers avec un investisseur qui s'apprête à entrer au capital, les équipes de direction les plus « fortes » parviennent à se mettre en position d'avoir leur mot à dire au moment où le fonds se décidera à sortir, quelques années plus tard. « Il est devenu monnaie courante de voir des pactes où le management dispose de la faculté de trancher à terme sur le choix d'un nouvel actionnaire, si le vendeur est en présence d'offres équivalentes », note Stéphane Hutten. « Dans le cas où un actionnaire se trouverait toujours en place après un nombre d'années prédéfini, il est tout à fait concevable de mettre en place un schéma où l'équipe de management puisse être moteur dans la conduite d'un processus de vente, glisse Charles de Rozières. Naturellement, elle devra en contrepartie susciter des offres garantissant à l'actionnaire un multiple d'investissement sur la base d'une valorisation de marché agréée entre eux. » Ce type de scénario, où les dirigeants prennent la main à partir d'un certain moment sur le calendrier, a aussi l'avantage d'assurer des « respirations » capitalistiques entre managers, à la faveur d'un nouveau LBO, quand bien même un fonds se montrerait désireux de rester au capital dans l'espoir d'un surcroît de performance. « Par ailleurs, dans le cas où les forces en présence au capital sont des investisseurs de long terme de type fonds de pension ou holdings familiales, les pactes tendent de plus en plus à prévoir des fenêtres de liquidité partielle et adaptée pour les managers, lors de la vie du LBO », ajoute Charles de Rozières.

Les prérogatives que parviennent à obtenir les dirigeants continuent de s'étendre bien au-delà des sujets classiques de nominations/révocations et de sorties. « Les équipes de management tendent à obtenir les garanties nécessaires à leur liquidité au-delà d'une certaine durée de détention, à un rôle plus central dans la conduite de build-up, à leur anti-dilution au capital ou encore à l'encadrement d'éventuelles opérations de financial

recap », illustrent Lionel Scotto et Isabelle Chera-dame, de chez Scotto Partners. Les considérations liées aux frais de gestion parfois prélevés par le sponsor financier sur l'entreprise (ou sa holding) n'échappent pas aux discussions. « Dans le cas d'une société qui a déjà fait l'objet d'un ou plusieurs LBO, les dirigeants sont mieux placés pour s'opposer à la facturation de "transaction fees" ou encore d'"annual management fees". Ceux-ci ne se justifient pas toujours, dans la mesure où le management, généralement bien conscient de son rôle, a su démontrer qu'il était capable d'être à la manœuvre en parfaite autonomie », poursuivent-ils.

LE DILEMME DES « STARS »

Les lignes bougent également en profondeur pour les mécanismes d'« incentive » négociés dans les nouveaux management packages. « L'effet temps est de moins en moins présent dans les grilles de calcul du partage de la plus-value, illustre Stéphane Hutten. S'imposent ainsi des instruments donnant droit à des rétrocessions selon un critère de TRI pendant les premières années, le multiple devenant par la suite la référence. D'autres grilles permettent aussi de prendre en compte le meilleur des deux mondes. » Les conditions de marché actuelles, avec une envolée du prix des actifs dans quelques secteurs d'activité – digital/software, santé, services aux entreprises, enseignement supérieur... – ont un impact direct sur la définition des seuils autour desquels se déclenchent les mécanismes de partage de la valeur avec les managers. « Que certains actifs très prisés voient leur valorisation atteindre des sommets complexifie la donne pour les managers, estime Lionel Scotto. Ces prix élevés auront mécaniquement tendance à générer des rendements structurellement plus bas que dans le passé pour les actionnaires financiers. Les dirigeants doivent donc avoir la capacité de négocier l'activation de mécanismes de partage de valeur à des TRI plus bas, parfois à des taux juste au-dessus du rendement de la dette, ce qui n'est pas évident à obtenir. » Cette tendance conduit à l'apparition progressive de seuils de déclenchement d'incentive à 10 %, voire même à 8 % dans quelques cas, témoigne une autre source.

Et bien entendu, il reste aux dirigeants d'être à la hauteur de business plans particulièrement ambitieux, voire même de les dépasser pour pouvoir toucher « gros ». Ce qui ne va pas forcément de soi, ne serait-ce que parce qu'il n'y a pas de garantie à ce que, au débouclage du LBO, le multiple de valorisation se maintienne à un niveau aussi élevé, pour une « star » du marché d'aujourd'hui. Mais il n'y a pas de fatalité. « Dans certains segments du digital bénéficiant de gisements de croissance importants mais supposant une certaine prise de risque, il n'est pas impossible de pouvoir prétendre aujourd'hui à des management packages donnant accès à 30 % de la plus-value totale – et non marginale! – au cas où les actionnaires font plus que tripler leur mise initiale », témoigne un conseil. XAVIER DEMARLE



Le pouvoir des fonds de démettre les dirigeants et de maîtriser les scénarios de sortie est de plus en plus encadré.

Cet article a été diffusé dans le numéro de Capital Finance en date du 10 mai 2021 (CF 1457)

LES CONTINUATION FUNDS PRÉPARENT LEUR MONTÉE EN PUISSANCE DANS LE MARCHÉ DU M & A

Le parcours d'ICG à la tête de DomusVi est un sans-faute. Alors que la valorisation du groupe d'Ehpad a doublé entre 2017 et 2021, pour atteindre 4,5 Md€, le sponsor reste convaincu du potentiel que conserve encore sa participation. Il s'est donc arrangé pour poursuivre son accompagne-

ment, tout en satisfaisant les demandes de l'emblématique dirigeant-fondateur, Yves Journal (qui souhaitait se renforcer) ainsi que de ses LPs (qui enregistrent de juteux retours ou gagnent l'opportunité de co-investir dans le nouveau montage). Ce deal « win-win » n'a été possible que grâce à la structuration d'un continuation fund, soutenu par Glendower Capital. « *Les continuation funds se sont imposés comme une option crédible, au même titre que les autres portes de sortie, pour gérer une participation* », assure Briac Houtteville, co-head de l'activité European Capital Advisory de Greenhill. Si historiquement ces opérations étaient destinées à trouver de la liquidité pour tout un portefeuille, « *elles permettent aujourd'hui de continuer à créer de la valeur sur un actif performant à l'égard duquel le sponsor a une conviction forte* », poursuit le conseil. *C'est d'ailleurs le segment du marché secondaire qui enregistre la plus forte croissance ces dernières années, puisque les single-asset continuation funds ont représenté 31 % des "GP-led" l'an dernier, et 26 % en 2019* ». Et ils n'étaient que de 4 % en 2018! Le Covid-19 a accéléré ce mouvement, car pour les acteurs du secondaire (à la tête d'environ 190 Md\$ de dry powder) il est plus simple dans ce contexte de travailler sur la valorisation d'un actif que de tout

un portefeuille. Mais ce n'est pas la seule explication qui a poussé des grands noms du non-coté comme PAI Partners, BC Partners, Nordic Capital, Astorg, Oaktree ou encore 3i – qui a obtenu 222 M\$ de Collier Capital fin 2019 pour poursuivre le développement du discounteur néerlandais Action – de franchir le Rubicon.

« *Le continuation fund est en train de devenir la quatrième voie, aux côtés des LBO secondaires, des cessions à des corporates et d'éventuelles IPO si l'actif s'y prête*, juge Nicolas Saint-Pierre, managing partner de Clearwater International. *Notre anticipation est que ces transactions vont se répandre, car c'est un deal "win-win" pour tout le monde. Nous "pitchons" d'ailleurs systématiquement ce genre de GP-led lorsque que la situation du fonds, l'entente avec le management et le cycle de l'entre-*

prise sont dans des conditions en ligne avec les exigences de ce genre de transaction. » Mais pour cela, il faut que la valorisation potentiellement décrochée par la participation permette déjà d'enregistrer un beau retour. Ce type d'opération ne doit pas être perçu comme le moyen de sauver une ligne de la tourmente, en se donnant le temps d'attendre un cycle plus porteur, comme pour une entreprise aéronautique à l'heure où le Covid-19 a mis cette industrie à mal.

LA VALORISATION AU CENTRE DU DISPOSITIF

Pour être acceptée par la communauté de LPs d'une société de gestion, notamment ceux qui ne voudraient – ou ne pourraient – pas réinvestir, il faut que le continuation fund leur permette d'enregistrer un retour en ligne avec les attentes du

De plus en plus visibles dans le private equity secondaire, les véhicules de continuation deviennent aussi une option crédible à la cession d'actifs aux performances solides.



8 Md\$

C'EST LE MONTANT DES SINGLE ASSET CONTINUATION FUNDS, en 2020, selon Greenhill.

fonds. « Une des premières missions du gérant dans le cadre d'une opération de continuation fund est de s'assurer que le transfert de l'actif concerné au continuation fund est un transfert libre de droits de tiers au titre de tout pacte d'actionnaires ou autre accord juridique, précise Xavier Comaills, partner chez Clifford Chance. Ensuite, il y a généralement la consultation du comité consultatif du fonds, avec normalement la nécessité d'obtenir son consentement pour mener l'opération. Parmi les étapes à franchir, il conviendra de sonder les LPs pour savoir quels sont ceux qui souhaitent céder et recevoir leur quote-part du prix de vente en numéraire et ceux qui souhaitent réinvestir tout ou partie de leur produit de cession. » Vient ensuite la question de la valorisation qui sera « tamponnée » par l'arrivée d'au moins un investisseur tiers, souvent un fonds de secondaire.

« Aujourd'hui, le prix de cession d'un continuation vehicle est, et doit être, au niveau d'un prix de cession à un tiers, c'est d'ailleurs la condition sine qua non pour que les LPs acceptent ces opérations », confirme Briac Houtteville. La très grande majorité des transactions de ces dix-huit derniers mois se sont donc conclues sur des actifs « covid proof », à la NAV ou avec une prime. « La NAV est une valorisation de référence et la valorisation retenue par le marché peut être une décote ou une prime par rapport à la NAV », rappelle cependant Xavier Comaills. La question est donc de savoir si une opération menée avec un acteur des « secondaries » permet d'obtenir le même « prix de marché » que lors d'une cession à un tiers. « Ces deux processus sont des options, mais ne peuvent pas être menés chacun de front, il est donc difficile de dire si la valorisation retenue dans un deal avec un fonds de secondaire est identique à ce qu'elle aurait été dans le cadre d'une auction, explique Nicolas Saint-Pierre. Si organiser une enchère c'est le moyen de maximiser la valorisation, en allant souvent chercher le « dernier euro », le continuation fund permet d'optimiser la valorisation. Les LPs peuvent décider de poursuivre ou non. Le management ne doit pas se réadapter à un nouveau gérant et peut remettre à plat son « package », et le sponsor sécurise la performance créée jusque-là, tout en gardant la main pour capter plus de valeur. » Si toutes les parties prenantes semblent tirer parti de ces opérations, le gérant gagne sur plusieurs tableaux. En plus de matérialiser une sortie à un TRI qui va alimenter son carried sur le fonds qui cède, il va créer un nouveau véhicule engrangeant de nouveaux fees et, potentiellement, un nouveau bonus de performance à la clé.

DES TERMES ET CONDITIONS DIVERSES

« Il n'existe pas deux continuation funds identiques dans le marché, poursuit le managing partner de Clearwater International. Parfois le sponsor réinvestit avec son fonds, parfois avec un nouveau, voire aucun. » Mais même dans le cas où le GP ne

réinvestirait pas via un fonds, mais qu'il laisse ses LPs, fonds de secondaire et autres co-investisseurs le soin d'alimenter le véhicule, il est contraint de se réengager sur ses propres deniers. Ce GP commitment reste un must have pour l'alignement d'intérêts, mais aussi fiscalement en France (et ailleurs) pour pouvoir prétendre au carried. « Le GP commitment est négocié avec les investisseurs du nouveau fonds et il est susceptible de se rapprocher du niveau observé dans les fonds primaires », précise Xavier Comaills.

Côté termes et conditions, « les fees peuvent varier d'un fonds à un autre, mais ils tournent généralement autour de 1 %, constate le managing partner de Greenhill. Pour le carried, il est habituel de voir un modèle de paliers, avec entre 10 % et 15 % si le multiple est inférieur à deux fois la mise, et 20 % au-delà. » La durée de vie de ces fonds est aussi variable, mais la majorité d'entre eux est structurée autour de cinq ans prorogables de deux fois un an. Enfin, les clauses de gouvernance sont généralement identiques à celles des fonds primaires traditionnels, avec les key-men et autres garde-fous.

Ces continuation funds ont donc tout pour plaire, mais ils restent encore marginaux à l'échelle des sorties dans le private equity. Un peu plus de 8 Md\$ de single-asset deals ont été conclus l'an dernier à travers le monde, selon Greenhill. Cela représente moins de 2 % des quelque 460 Md\$ de cessions enregistrées par les acteurs du non-coté en 2020, d'après White & Case. Mais ces continuation funds gagnent leurs lettres de noblesse. Ils tirent d'ailleurs un marché du secondaire qui surfe lui-même sur un rythme de croissance important. « Le marché du secondaire devrait atteindre pour la première fois 100 Md\$ de transactions cette année, vu le niveau d'activité enregistré jusque-là, prédit Briac Houtteville. Et les GP-led devraient constituer environ 50 % de ce montant, avec une part des continuation funds qui va probablement représenter, encore une fois, près des trois quarts du marché des GP-led. » **THOMAS LOEILLET**



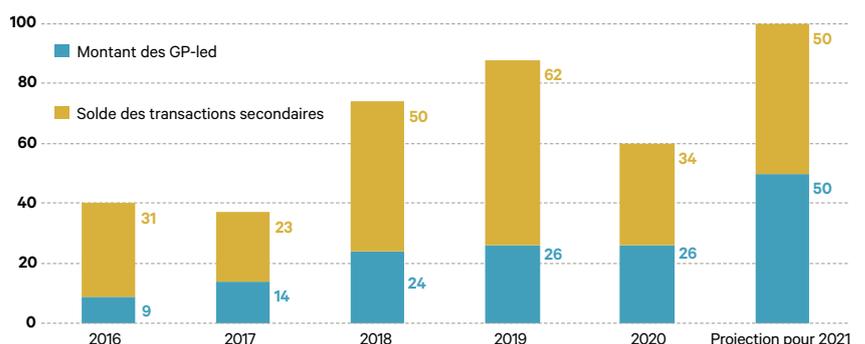
Le continuation fund est en train de devenir la quatrième voie de sortie.

NICOLAS SAINT-PIERRE
CLEARWATER INTERNATIONAL

Cet article a été diffusé dans le numéro de Capital Finance en date du 12 juillet 2021 (CF 1466)

L'explosion des GP-led tire le marché du private equity secondaire (en Md\$)

Sources: Greenhill





par Sabina Comis,
Associée
sabina.comis@dechert.com



et par Etienne Bimbeau,
Collaborateur
etienne.bimbeau
@dechert.com

De la substance au principal purpose test, un changement de paradigme dans la structuration des opérations de LBO internationales

Entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2019 en ce qui concerne la France, la Convention multilatérale élaborée par l'OCDE a introduit une nouvelle clause de limitation des avantages conventionnels dans les conventions fiscales conclues par la plupart des juridictions, à l'exception remarquée des Etats-Unis.

Aux termes de cette clause¹, une administration fiscale peut refuser l'octroi d'un avantage conventionnel si elle considère que l'octroi de cet avantage constituait l'un des objets principaux du montage ou de la transaction ayant permis, directement ou indirectement, de l'obtenir (le *principal purpose test*)².

Cette nouvelle approche, intégrée spécifiquement pour la première fois dans le cadre de la renégociation de la convention fiscale conclue entre la France et le Luxembourg³, impose donc un changement de paradigme dans le cadre de la structuration des opérations de LBO impliquant des structures d'investissement luxembourgeoises.

Il n'est en effet pas rare, dans les opérations de LBO réalisées par des fonds d'investissement étrangers sur des groupes français, que ces derniers investissent par l'intermédiaire d'une ou plusieurs sociétés luxembourgeoises.

Parmi les différents attraits du Luxembourg pour la localisation de cette ou ces sociétés, une stipulation de sa convention

fiscale prévoit que les plus-values de cession de participations dans des sociétés⁴ situées dans un Etat contractant (par exemple la France) réalisées par une société située dans l'autre Etat contractant (par exemple le Luxembourg) ne sont imposables, quel que soit le pourcentage de détention, que dans l'Etat de résidence du cédant (*i.e.*, le Luxembourg). A défaut, en application du droit interne français⁵, les plus-values de cession de participations substantielles⁶ de sociétés françaises seraient soumises en France à l'impôt sur les sociétés⁷.

Jusqu'à présent, les groupes se sont principalement attelés à s'assurer que ces sociétés luxembourgeoises disposaient de la « substance » nécessaire afin de limiter les risques que l'administration fiscale française puisse remettre en cause leur résidence fiscale luxembourgeoise ou considérer que leurs actifs étaient détenus par l'intermédiaire d'un établissement stable en France. Désormais, il convient en outre de s'assurer que ces sociétés n'ont pas principalement été constituées dans le but de bénéficier des avantages de la convention franco-luxembourgeoise. Au-delà de la juridiction choisie pour constituer ces sociétés, c'est donc la raison d'être de celles-ci qui doit être analysée.

Dans le cadre des opérations de LBO, hormis les cas dans

lesquels il est nécessaire de constituer une structure spécifique par exemple pour réunir plusieurs investisseurs ou faciliter un financement externe de l'opération, l'interposition systématique d'une société luxembourgeoise entre les fonds d'investissement et les holdings françaises de reprise devrait désormais appartenir au passé.

1. Dont l'application dépend toutefois des réserves formulées, le cas échéant, par les juridictions signataires.

2. Une clause de sauvegarde permet néanmoins à un contribuable de bénéficier dans certains cas de l'avantage conventionnel lorsque le principal purpose test n'est pas rempli, étant précisé que cette clause de sauvegarde n'est pas applicable concernant l'imposition des plus-values de cession de participations substantielles.

3. Convention signée le 20 mars 2018 et dont les stipulations sont applicables depuis le 1^{er} janvier 2020.

4. A l'exception des sociétés à prépondérance immobilière.

5. Article 244 bis B du Code général des impôts – modifié récemment par la Loi de finances rectificative pour 2021.

6. Participation détenue par un actionnaire dont les droits dans les bénéfices sociaux de la société française ont dépassé 25 % de ces bénéfices à un moment quelconque au cours des cinq années précédant la cession.

7. Au taux auquel la société étrangère aurait été redevable si son siège avait été situé en France.

Ce contenu a été réalisé par Dechert

L'impact convainc progressivement les LPs

PAR CORALIE BACH

L'investissement à impact sort du bois. Longtemps confondue avec la philanthropie, cette stratégie a désormais pris sa place dans l'univers financier. Les montants qui lui sont alloués ont connu une croissance de 42 % en un an. Selon l'*Annual Investor Impact Survey*, 715 Md\$ seraient consacrés à l'impact en 2020, toutes classes d'actifs confondues, contre 502 Md\$ un an auparavant. Dix ans plus tôt, les trois quarts des investisseurs estimaient que l'investissement à impact n'en était qu'à ses prémices...

Pour le non-coté, cette montée en puissance s'illustre sur le front des levées, tant à l'international que dans l'Hexagone. Les poids lourds du private equity ne peuvent en effet plus ignorer ce segment et créent, tour à tour, leur véhicule dédié. Hamilton Lane vient ainsi, cet été, d'annoncer le premier closing de son deuxième fonds à impact à 149 M\$, dépassant déjà la taille de son précédent millésime finalisé à 95 M\$ en 2020. Forte de l'intérêt de ses souscripteurs, la société de gestion espère à terme collecter 400 M\$. KKR, qui a réuni début 2020 1,3 Md\$ pour le premier millésime de son Global Impact Fund, serait déjà sur la route pour commercialiser son successeur, selon *Private Equity International*. Même progression pour Bain Capital. La firme de Boston a finalisé, en novembre dernier, la levée de son deuxième fonds à 800 M\$, soit deux fois plus que son édition de 2017, qui s'était clôturée à 390 M\$.

DES STRATÉGIES MULTIFORMES

Les acteurs français ne sont pas en reste, et ce quel que soit leur positionnement. « Au début des années 2000, le marché était très immature. Il était animé par une poignée d'acteurs avec des objectifs financiers assez faibles, note Isabelle Combarel, dg adjointe en charge du développement et de l'ESG chez Swen CP. Depuis trois ans, nous voyons fleurir les initiatives portées par de nouvelles sociétés de gestion ou par des plateformes traditionnelles. » Raise s'est par exemple lancé dans cette démarche en 2019 et dispose désormais de 170 M€. Weinberg CP a récemment créé un fonds dédié à cette stratégie, avec un premier closing fin 2020 à 75 M€ sur les 150 M€ visés, tandis qu'Andera Partners a annoncé vouloir se positionner sur les infrastructures vertes, avec un objectif de 150 à 200 M€. Plusieurs VCs ont également manifesté leur intérêt,

comme Orange Venture, ou Ring Capital, qui a signé un premier closing à 35 M€ pour son fonds « Tech for Good ». Sans parler de la dette, qui elle aussi se convertit aux critères extra-financiers. Dernier exemple en date, Eiffel Investment Group, qui a recueilli, cet été, 576 M€ pour son premier fonds de dette à impact, dépassant ainsi son objectif initial fixé à 400 M€. Promettant une baisse du coût de la dette de l'ordre de 5 à 10 %, en cas d'atteinte des objectifs extra-financiers, le fonds a déjà été déployé dans 14 opérations. Il a notamment financé Korian, dans le cadre d'un placement privé de 230 M€. Quelques mois plus tôt, Tikehau Capital a réalisé le premier closing d'un premier fonds de dette dédié à l'impact à 100 M€ – il vise de 350 à 400 M€.

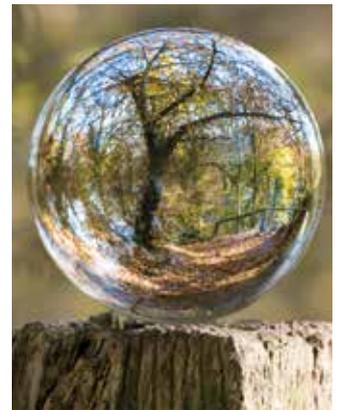
GARE À L'IMPACT WASHING

Cette diversité d'acteurs, comme de stratégies, a permis aussi de séduire de nouveaux investisseurs. « En quatre ans, nous avons vu une forte évolution

de ce marché, notamment dans l'élargissement des approches et des secteurs ciblés, témoigne Maïa Ferrand, co-head of external multimanagement chez Candriam. D'un univers très social, les deals couvrent aujourd'hui des sujets aussi variés que la santé, l'agriculture biologique ou la gestion des

eaux. Cette ouverture nous permet de diversifier notre risque, tant en matière de secteurs que de maturité des entreprises sous-jacentes. » Le financier a ainsi lancé, en 2020, un premier fonds de fonds dédié aux fonds à impact européens : près de 35 M€ ont pour l'heure été collectés sur les 70 M€ visés, et cinq investissements ont été réalisés.

Mais si les LPs sont de plus en plus nombreux à se pencher sur l'impact, ils sont aussi plus attentifs à la qualité de la démarche. Parler d'impact, c'est bien, le démontrer, c'est mieux. Si pour l'heure aucune réglementation ne vient encadrer l'emploi de ce terme, des bonnes pratiques se dessinent : intégrer la thèse d'impact dans le sourcing des opérations, apporter un accompagnement extra-financier aux participations, et surtout définir et évaluer des objectifs sociaux et/ou environnementaux ambitieux. Un calcul qui influe généralement sur le montant du carried, plusieurs grands institutionnels, à l'image de Bpifrance, en faisant une condition sine qua non à l'apport de leur ticket. ■



BON À SAVOIR

Selon l'*Annual Investor Impact Survey*, l'investissement à impact pesait 715 Md\$, toutes classes d'actifs confondues, en 2020.

Le private equity en route pour battre des records de levées

Les sponsors et les VCs tricolores ont déjà sécurisé 17 Md€ durant le premier semestre, soit plus que sur l'ensemble de 2020.



410 Md\$

C'EST LE MONTANT LEVÉ ENTRE JANVIER ET JUIN 2021, soit un record pour un premier semestre

L'attrait des investisseurs pour le private equity ne se tarit pas. Bien au contraire. La classe d'actifs est partie pour décrocher de nouveaux records en matière de levées de fonds. A la mi-temps de cette année 2021, les GPs et les VCs tricolores ont déjà sécurisé 17,1 Md€ via les closings intermédiaires ou finaux de 40 véhicules de venture, de growth, de « cap-dév », de LBO et de situations spéciales, selon les données agrégées par *Capital Finance*. Ce montant est tout simplement hors norme, puisqu'il place déjà 2021 au sommet de tous les millésimes français, en année pleine. En effet, les gérants ayant le siège de leur société de gestion dans nos frontières avaient réuni 15,7 Md€ sur l'ensemble de 2020 à travers une cinquantaine de fonds. Ce qui constituait déjà un record, devant les 15,4 Md€ de 2018 et loin des 12,5 Md€ récoltés en 2019. Une partie de la performance de 2021 repose sur le succès d'Ardian. Le géant français « pèse » plus de 40 % des fundraising du premier semestre avec son septième programme d'investissement large cap, clos à 7,5 Md€, en avril dernier. Même en excluant le milliard d'euros de co-investissement amassé via des véhicules spécifiques par Ardian, ce fonds reste le plus important jamais levé par un GP tricolore, devant les 5 Md€ obtenus en 2017 de PAI

Europe VII – dont le successeur pourrait animer le second semestre avec probablement 7 à 8 Md€ en ligne de mire. Si le gérant de la place Vendôme sert de locomotive au non-coté hexagonal, il n'est pas le seul à avoir frappé un grand coup en ce début d'année. PAI a rehaussé le plafond initial de son premier fonds spécifiquement dédié au mid-market pour finaliser la levée à 920 M€. De son côté, BNP Principal Investments a réussi son ouverture à des souscripteurs tiers en sécurisant 525 M€ pour le premier closing d'Agility Capital Fund. Enfin, cette première « mi-temps » de l'année a aussi été marquée par Singular, le VC créé par deux ex-Alven, Raffi Kamber et Jérémy Uzan, qui a récolté pas moins de 225 M€ pour son premier fonds. Bien d'autres noms, dont de nombreux « first-time teams », pourraient alimenter ce tableau d'honneur et confirmer l'appétit des LPs pour la classe d'actifs, louée tant pour sa faible volatilité, ses bonnes performances que son emprise dans l'économie réelle.

D'ailleurs, l'intérêt pour le non-coté ne se concentre pas que sur les stratégies de private equity et de venture. Infrastructures, private debt ou encore secondaire ont aussi récolté plus de 17 Md€ sur la période. Après avoir marqué les esprits en 2020 en réunissant 6,5 Md€ pour le dernier-né des

véhicules de sa gamme « flagship », Antin IP est revenu sur le marché en ce début d'année avec un premier fonds mid-market de 2,2 Md€. L'« infra » a aussi vu Tikehau récolter plus de 1 Md€ pour son fonds dédié à la transition énergétique alors qu'Omnes a finalisé la levée de Capenergie 4 à 660 M€. La private debt, qu'elle prenne la forme d'une mezzanine, d'une unitranche, ou d'un fonds hybride, a aussi marqué les esprits. Kartesia a levé deux fonds de plus de 1 Md€ durant la période, alors que Capza a obtenu 1,6 Md€ pour de l'unitranche. Côté secondaire, après le « SI » record 2020, notamment marqué par les 19 Md\$ d'Ardian Secondary Fund VIII, ce début de 2021 est moins excessif. Eurazeo a cependant capté 1 Md€ pour sa stratégie dédiée, alors que Bpifrance a marqué l'accroissement de l'intérêt des particuliers pour le capital-investissement avec son premier fonds dédié clôturé à 95 M€.

SPACS ET INTERNATIONAL

Les closings du mois de juillet montrent que la dynamique est partie sur les mêmes bases pour le second semestre, avec notamment 1,6 Md€ réuni par Eurazeo pour son nouveau programme de growth. Plusieurs first-time funds ont aussi bouclé ou avancé sur la commercialisation de leur premier fonds, comme Aldebaran (130 M€), Epopée Transition (84 M€), Yotta Smart Industry (132 M€) ou encore Trajan Transmission & Croissance 1 (110 M€). Au-delà de ce renouvellement par l'émergence de nouvelles équipes, la classe d'actifs est aussi marquée par le phénomène des SPACs. Ces concurrents à l'achat de PME et ETI non cotées ont rythmé l'été 2021. Trois de ces véhicules d'acquisitions se sont introduits sur Euronext Paris en réunissant plus de 650 M€.

Ce phénomène venu de l'autre côté de l'Atlantique – et bien souvent porté par des acteurs du private equity – montre bien l'effervescence du marché des levées de fonds. A l'échelle mondiale, GPs et VCs ont réuni près de 410 Md\$ au premier semestre, selon Preqin. C'est tout simplement un record historique, détrônant les 380 Md\$ de 2008, alors même que la collecte d'informations supplémentaires après la publication des chiffres devrait gonfler encore ce montant. Les multiples « jumbo-funds » commercialisés durant le semestre n'y sont évidemment pas étrangers. L'année avait ainsi été lancée en grande pompe avec les 20 Md\$ de Silver Lake Partners VI. Puis l'américain Genstar Capital a réuni 11,7 Md\$ pour son dixième programme dédié aux logiciels et services financiers. KKR a marqué l'activité asiatique en levant pas moins de 15 Md\$ en avril, soit un montant comparable – mais en euros! – collecté en Europe par EQT IX. Puis, à la fin du printemps, TA Associates et Bain Capital ont chacun rassemblé quelque 12 Md\$. A moins d'un mois près, ce premier semestre 2021 aurait même pu héberger le deuxième plus important fonds de LBO de l'histoire du private equity. En effet, Hellman & Friedman a arrêté les compteurs de son dixième fonds à 24,4 Md\$, soit juste derrière le huitième millésime de Blackstone, qui conserve la tête depuis 2019 avec ses 26 Md\$. Tout comme en France, la classe d'actifs ne devrait pas manquer de ressources pour pulvériser le record annuel de fundraising, puisqu'il y aurait encore plus de 5 200 fonds portés par des GPs et VCs à travers le monde en quête de près de 900 Md\$. Tous ces gérants sur la route pourront s'appuyer sur les plus de 200 Md\$ de valeur cumulée de cessions enregistrées sur le seul deuxième trimestre 2021, en private equity et venture, soit, là aussi, un record « all time ». **THOMAS LOEILLET**

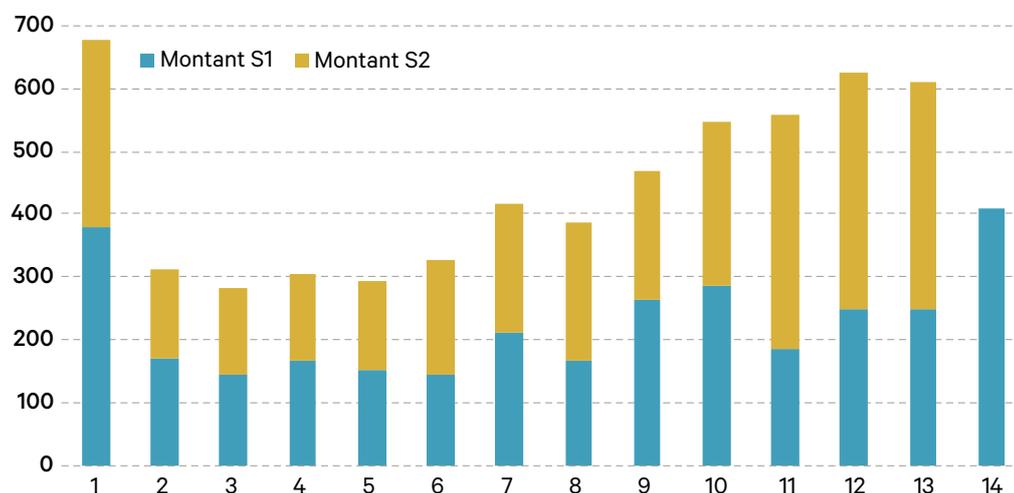


À NOTER

SUR LES SIX PREMIERS MOIS DE L'ANNÉE, VCs et GPs tricolores ont déjà sécurisé 17,1 Md€ via les closings intermédiaires ou finaux, selon *Capital Finance*.

Évolution des fundraising à travers le monde

Sources: Preqin

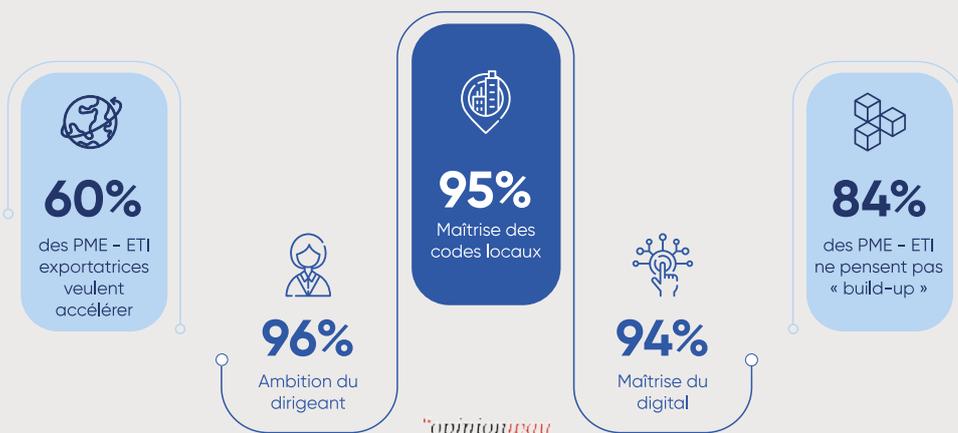




par Jean-Mathieu Sahy,
fondateur et CEO
de Capital Export

PME et ETI: 5 leviers pour réussir à l'international

CULTURE EXPORT



Baromètre export PME - ETI

Junin 2021

Le développement à l'international représente une priorité pour 60 % des entreprises déjà présentes à l'étranger, selon le 1^{er} Baromètre Export des PME et ETI réalisé par Capital Export et OpinionWay. Forts des stratégies d'expansion internationales que nous accompagnons depuis 10 ans et de nos contacts avec des centaines d'entreprises exportatrices, nous avons identifié 5 facteurs essentiels de réussite à l'international qui apparaissent explicitement.

1/ Se focaliser sur les marchés stratégiques: la démarche d'exportation se nourrit souvent d'opportunités, comme la « proximité » des marchés francophones ou des rencontres avec un candidat représentant ou distributeur sur un salon. Or la dispersion n'est pas payante. Mieux vaut concentrer ses efforts sur des pays offrant une vraie profondeur de marché. Notre podium: l'Allemagne, l'Amérique du Nord et l'Asie. Quant aux moyens, si le recours à un distributeur ou l'implantation d'une filiale restent tout à fait opérants, il faut s'assurer au préalable qu'un build-up n'est pas envisageable. Une acquisition pertinente bien menée permet de gagner plusieurs années.

2/ S'imprégner de l'export: cette « culture internationale » s'exprime de manière éclatante au

regard des données du Baromètre. Les dirigeants interviewés citent comme éléments primordiaux de réussite: la volonté de l'équipe dirigeante (96 %), puis la maîtrise des langues et codes étrangers (95 %) et celle des outils digitaux (94 %). Juste après viennent les compétences techniques et l'offre, et l'expérience des équipes dédiées à l'export.

3/ Trouver « LA » bonne cible: une immense part des entreprises de taille moyenne sortent du scope des banques d'affaires. Dans ce but nous avons complété notre réseau cœur (350 professionnels implantés dans les 15 premiers marchés mondiaux) en tissant ces 3 dernières années des liens directs avec des intermédiaires locaux pour détecter et approcher des PME indépendantes à acquérir. Une demi-douzaine à une quinzaine de cibles sont rapidement identifiées. Par expérience, dans l'univers des PME, une implantation de filiale requiert 3 à 5 ans avant d'atteindre l'équilibre et très souvent, celle-ci sera confrontée à plafonnement de son chiffre d'affaires local. Alors que le rachat d'entreprises

étrangères n'est envisagé que par 16 % des dirigeants interviewés dans le cadre du Baromètre, nous affirmons, preuves à l'appui, qu'un build-up bien mené trouve d'emblée sa rentabilité et génère des synergies croisées commerciales et opérationnelles rapides. Mais l'apport immédiat d'un volume de vente et d'un portefeuille clients fidélisés locaux est la motivation primordiale d'une acquisition à l'étranger.

4/ Être flexible: qu'il s'agisse d'adapter l'offre aux spécificités locales, de négocier un contrat de distribution ou plus encore d'établir la confiance nécessaire avec le propriétaire d'une cible, la souplesse est le maître mot. Un exemple récent: il aura fallu plusieurs visites mutuelles et réunions de travail, échelonnées sur 18 mois, pour instaurer la confiance nécessaire à l'acquisition par HPS International de son confrère allemand Hydropneu GmbH, société familiale gérée par un couple. Cette société complète avantageusement la gamme de produits, et a permis très vite à HPS de réaliser ses premières cotations puis ses pre-

mières ventes à certains grands noms de l'industrie allemande qui jusqu'alors excluaient toute relation commerciale...

5/ Se faire accompagner: l'apport de partenaires connaissant les rouages et les codes des pays visés est essentiel. Les dirigeants ne s'y trompent pas: un sur deux pense qu'une entreprise ne peut pas se développer à l'international sans l'aide d'experts ou de relais locaux selon le Baromètre. C'est le credo de Capital Export. Pour aider ces entreprises à franchir des étapes et grandir sur les marchés étrangers, nous déployons notre valeur ajoutée au-delà des capitaux en apportant notre expérience, nos connaissances, nos réflexes et nos réseaux professionnels locaux. Le succès n'est jamais le fruit du hasard. Nous sommes convaincus que le choix d'un bon partenaire financier permet à une PME ou à une ETI de se développer plus vite, plus fort et plus haut à l'international. Un tandem gagnant pour changer de dimension internationale.

Ce contenu a été réalisé par Capital Export

Où est la France sur l'échiquier européen des « tech titans » ?

PAR EMMANUELLE DUTEN



L'Hexagone crée de plus en plus de licornes. Mais au-delà des 10 Md\$ de valorisation, il brille par son absence.

C'est comme si, avec la pandémie de Covid-19, la tech européenne avait fait son « grand bond en avant ». Le continent peut se targuer d'héberger désormais quelque 166 licornes, qui affichent une valorisation combinée de 801 Md\$. C'est 9 fois plus qu'en 2014, d'après le rapport *Titans of Tech 2021*, réalisé par GP Bullhound. Il faut dire que la machine à créer des « billion-dollar companies » a tourné à plein régime... En un an, l'écosystème en a vu émerger 52 nouvelles, pour une valorisation cumulée de 94 Md\$. En un an, il a créé autant de valeur (382 Md\$) qu'au cours des deux dernières décennies. Plus marquante encore est la capillarité de ce tissu qui tend à se densifier aux quatre coins du continent. La preuve, plus de la moitié des pays européens ont maintenant donné naissance à une scale-up de plus de 1 Md\$. Et la France, dans tout cela ? « Elle se montre offensive. Le nombre de licornes y a été multiplié par plus de trois en l'espace de cinq ans », souligne le rapport.

RÉDUCTION DE L'ÉCART AVEC LE « UK »

Pour autant, et même si l'écart se réduit avec le Royaume-Uni, cela ne suffit pas encore à remettre en cause les équilibres historiques... En douze mois, une petite dizaine de licornes supplémentaires avaient vu le jour outre-Manche, avec une valeur de plus de 20 Md\$ au compteur. Quand la France en génère moitié moins en volume, et pour une valorisation de près de 60 % inférieure (8 Md\$)... « Compte tenu de son poids dans l'économie européenne et de son expertise en matière de technologie et innovation, il serait mathématiquement logique que la France pèse davantage dans l'écosystème européen. En 2014, elle comptait trois

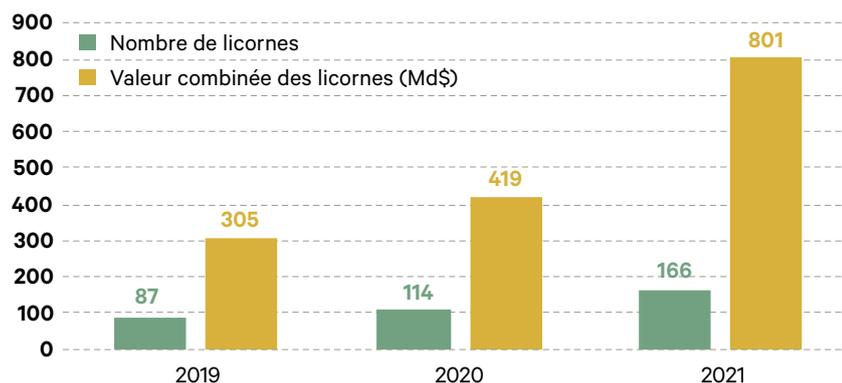
licornes sur la soixantaine qui peuplaient alors l'Europe, soit 5 %. En 2021, sa contribution a doublé, autour de 10 %. Mais elle devrait plutôt osciller entre 15 % et 20 %. Ce qui devrait tendanciellement devenir vrai, étant donné que l'Hexagone est devenu une terre de conquête pour les investisseurs européens et mondiaux », estime Guillaume Bonneton, partner chez GP Bullhound. En attendant, la France brille par son absence dans le palmarès des « decacorns » (10-50 Md\$ de valorisation), et a fortiori des « tech titans » (plus de 50 Md\$)... La comparaison n'est pas flatteuse avec nos voisins européens. Si on ne devait citer qu'un exemple britannique pour donner corps à ce benchmark ? Celui de Revolut, qui a décroché une valeur de 33 Md\$ à la faveur d'un tour de 800 M\$ mené par SoftBank et Tiger Global, en juillet. Si on ne devait en prendre qu'un outre-Rhin ? Ce serait Celonis, la « most valuable » entreprise tech du pays qui vaut 11 Md\$, depuis la série D de 1 Md\$ actée en juin. Quant à la Suède, difficile de choisir tant les cas y sont légion – de Klarna (46 Md\$) à Spotify... Sans oublier les Pays-Bas, qui sont à l'origine du premier « tech titan » du continent fondé avant 2000, avec Adyen, dont la capitalisation ressort à quelque 65 Md\$.

CONCENTRATION DES CAPITAUX

A ce rythme-là, le cap fixé par le Collectif Scale Up Europe semble à portée de main... A l'horizon 2030, il ambitionne, en effet, de faire du Vieux Continent la terre de dix géants de la tech valorisés plus de 100 Md€ chacun. Pour atteindre cet objectif, le collectif a identifié cinq défis (talents, deep-tech, collaboration start-up et grands groupes, financement...). « Les 41 Md\$ d'investissements que l'Europe a capturés en 2020 restent cinq fois inférieurs au niveau observé en Amérique du Nord (141 Md\$) et en deçà de l'Asie (74 Md\$) », explique Scale Up Europe. Et avec une concentration des capitaux qui peut laisser songeur. D'après GP Bullhound, en quelque dix-huit mois, 32 Md\$ ont été capturés par seulement 221 transactions – dont, en France, Mirakl, Back Market, Vestiaire Collective, Aircall, Lydia, etc. Entre janvier et mars 2021, la bagatelle de 15 Md\$ ont été distillés en Europe à la faveur de 79 tours de table de plus de 50 M\$... Cette dynamique des méga-rounds n'est pas nouvelle. Mais elle est clairement accentuée par la déferlante des fonds cross-over et public equity assimilés (Coatue, Fidelity, Luxor, Tiger Global...), qui injectent désormais un quart des montants investis dans ce segment de marché. C'est deux fois plus en un an. ■

Les licornes européennes

Sources : GP Bullhound



Growth Equity : le millésime de la consécration

PAR EMMANUELLE DUTEN



JONATHAN CHERKI
CONTENTSQUARE

En France, onze tours de table d'une valeur supérieure à 100 M€ ont éclos entre le 1^{er} janvier et le 25 juillet 2021. Pour représenter 2,3 Md€ d'equity investis.

L'Europe du venture est entrée dans la cour des grands. D'après les données publiées le 26 juillet par PitchBook, la valeur des opérations de capital-risque a atteint 47,1 Md€ sur le Vieux Continent, au cours du premier semestre. C'est 2 Md€ de plus que le niveau observé à fin juin 2020. Si la cadence se poursuit au même rythme, la barre des 100 Md€ pourrait donc bien être franchie d'ici à la fin de l'année. Sur la photographie du financement de l'innovation, le growth capital se place, sans surprise, au premier plan. Pour ce segment de marché, l'année 2021 est celle de la consécration. En Europe, les tours « late stage » ont, ainsi, capturé 74 % des montants investis, soit 14 points de plus en un an. Au premier trimestre, la fintech suédoise Klarna avait ouvert le bal, en amassant 1,1 Md€. Au deuxième trimestre, une autre scale-up suédoise, Northvolt (qui développe des batteries), lui emboîtait le pas, en levant 2,3 Md€ auprès du fonds de pension AP, d'Omers, de Goldman Sachs et de Volkswagen.

« Des deals d'une telle envergure, qui n'avaient jamais vu le jour en Europe jusqu'à présent, se rapprochent de plus en plus de la magnitude, en termes de valeurs, et de la typologie d'investisseurs qui animent traditionnellement les opérations de LBO et de M & A », souligne PitchBook. Et pour cause, la physionomie des financiers qui s'aventurent sur le terrain du growth n'a jamais été aussi diversifiée : banques d'investissement, hedge funds, fonds souverains et assimilés ont contribué à près de 38 Md€ au premier semestre 2021. C'est presque 10 fois plus qu'il y a une décennie (cf. graphique). La France n'échappe pas à la règle. Alan en apporte un exemple probant. En avril, la « super-app » de santé a bouclé sa série D de 185 M€, avec une valorisation de 1,4 Md€ à la clé, en s'ouvrant au fonds cross over Coatue Management, à Exor – la holding de la famille Agnelli – et au fonds de growth californien Dragoneer.

FRANCE : 4 LEVÉES DE PLUS DE 200 M€

A d'autres égards, aussi, la France s'insère parfaitement dans la dynamique late stage décryptée par PitchBook par rapport au continent européen dans son ensemble. Elle est devenue une machine à fabriquer des licornes : « Leur nombre a été multiplié par plus de trois en l'espace de cinq ans », rappelle le rapport Titans of Tech 2021, réalisé par GP Bullhound (lire, p. 23). Dans l'Hexagone, on dénombre désormais une vingtaine d'entreprises tech valorisées plus de 1 Md€, grâce à une cohorte 2021 particulièrement dense, de Ledger à ManoMano, en passant par Alan, Shift Technology, ou encore Aircall. Autant dire que la France est entrée au panthéon du growth. Selon les relevés exclusifs de *Capital Finance*, onze tours de table d'une valeur unitaire de 100 M€ ont émaillé le marché entre le 1^{er} janvier et le 25 juillet, pour représenter un montant cumulé de 2,3 Md€ (cf. tableau). Sur ce total, 1,3 Md€ est à mettre au crédit de quatre funding rounds de plus de 200 M€ : Back Market (276 M€), ManoMano (300 M€), Ledger (312 M€) et Contentsquare (408 M€). Ce dernier se paie même le luxe de s'imposer comme la plus grosse levée de fonds de toute l'Histoire de la French Tech. Fondé et présidé par Jonathan Cherki (notre photo), le spécialiste mondial de l'expérience analytics a décroché une valorisation de 2,8 Md\$ en s'ouvrant, pour sa série E, à SoftBank Vision Fund 2, et en bénéficiant du

Tours de table en Europe (en Md€)

Sources : PitchBook



soutien de ses investisseurs historiques (Eurazeo, Bpifrance, KKR, Canaan, Highland Europe, et BlackRock). Depuis sa création, Contentsquare a amassé pas moins de 810 M\$.

BPIFRANCE, L'INCONTOURNABLE

Pour autant, il ne s'agit pas de résumer le marché français à cette poignée de méga-rounds. Car l'ensemble du tissu des scale-up s'est densifié depuis le début de l'année. La preuve, l'Hexagone a été le théâtre de quatorze levées de fonds comprises entre 50 et 99 M€, pour une valeur cumulée qui dépasse le milliard d'euros au 25 juillet. On peut citer là pêle-mêle BlaBlaCar (97 M€), PayFit (90 M€), Ankorstore (84 M€), Agicap (82 M€), Malt (80 M€), Mnemo Therapeutics (la plus grosse série A jamais actée par une biotech dans nos frontières, avec 75 M€ au compteur), OpenClassrooms (70 M€), Brut (63 M€), ou encore Argobio (50 M€). Ce sont aussi quatorze tours de table oscillant entre 30 et 49 M€ qui ont éclos, pour représenter près d'un demi-milliard d'euros investis en fonds propres. Ont alimenté la machine Artur'In (42 M€), Sorare (40 M€), Didomi (34 M€), WeMaintain (30 M€), Cubyn (35 M€), Iziwork (35 M€) et autres Taster (30 M€). Au total, en sept mois d'activité, l'Hexagone a donc hébergé une petite quarantaine de levées de fonds de plus de 30 M€. Avec un acteur qui s'impose comme une pièce maîtresse sur cet échiquier : Bpifrance. La banque publique a été à la manœuvre sur 19 de ces opérations. Dans le haut du marché, elle s'est mobilisée au profit de Contentsquare, ManoMano, Shift Technology, Vestiaire Collective (qui a réuni 178 M€), Younited (144 M€), Ornika (100 M€), ou encore PayFit (90 M€). Dans la frange des deals compris entre 75 et 30 M€, elle s'est illustrée, notamment, sur eCential Robotics (75 M€), OpenClassrooms, Virtu, ou bien Matera (35 M€), Cubyn, et Corwave (35 M€). L'autre « frenchie » incontournable sur le front du growth equity ? Eurazeo. Il s'est distingué sur une petite douzaine d'opérations de financement, qu'il s'agisse de Contentsquare, ManoMano, Back Market, Vestiaire Collective, Younited ou encore de Malt.

L'OFFENSIVE AMÉRICAINE

Mais les scale-up françaises ont également été très largement financées par des investisseurs non européens. Goldman Sachs Growth est parti à l'assaut de Back Market, Younited, Aircall et Malt. Tiger Global a, pour sa part, clairement fait de la France un « nouveau » terrain de chasse en signant son entrée chez Vestiaire Collective et Ankorstore, à l'heure où Dragoneer faisait ses premiers pas dans nos frontières avec le doublé ManoMano-Alan. Idem pour Coatue Management qui s'est positionné sur Alan et Choco (82 M€). Quant à General Atlantic, c'est le quatuor ManoMano, Back Market, Spendesk (100 M€), OpenClassrooms qu'il a accroché à son tableau de chasse. D'après les statistiques compilées par le Fonds européen d'invest-

tissement, depuis 2015, précisément 79 % des tours de table menés en France sur des entreprises tech valorisées plus de 300 M€ ont été « leadés » ou « co-leadés » par des investisseurs étrangers. Une contribution ressortant à 69 % pour des financiers non européens. C'est face à ce constat que de nombreuses voix s'élèvent pour appeler à un sursaut des capitaux continentaux, au nom de la souveraineté numérique européenne. A la mi-juin, le Collectif Scale Up Europe avait, d'ailleurs, préconisé d'accélérer, par exemple en accroissant la capacité du FEI afin de nourrir de dix à quinze fonds de plus de 1 Md€ chacun – l'idée d'un fonds souverain à capitaux publics-privés fait d'ailleurs son chemin, comme l'explique Alain Godard, le chef executive du FEI (lire notre interview, p. 5). Le Collectif appelle aussi de ses vœux le développement de partenariats entre les banques publiques et le FEI, ainsi que la mise en œuvre d'instruments non dilutifs supplémentaires. Tout en soulignant l'impérieuse nécessité de rallier plus largement les LPs à la cause du financement de l'innovation, avec, en toile de fond, des ajustements réglementaires liés à Bâle, Solvabilité, AIFMD, MIFID, etc. Pour que le growth capital à l'européenne inscrive son Grand Soir dans la durée. ■



9,4 Md€

C'EST LE MONTANT DES FUNDRAISING ACTÉS

par les VCs en Europe au premier semestre 2021, à travers 86 véhicules (lire, aussi, p. 20-21)

FRANCE : LES TOURS DE TABLE SUPÉRIEURS À 90 M€ ANNONCÉS ENTRE LE 1^{er} JANVIER ET LE 25 JUILLET 2021

Montant levé (M€)	Société cible	Investisseurs
408	Contentsquare	SoftBank Vision Fund 2, Eurazeo, Bpifrance, KKR, Canaan, Highland Europe, BlackRock
312	Ledger	10T Holdings (lead), Cathay, Draper, DCG, Korelya, Wicklow, Tekne, Uphold, etc.
300	ManoMano	Dragoneer, Temasek, General Atlantic, Eurazeo, Bpifrance, Kismet Holdings, Armat Group
276	Back Market	General Atlantic (lead), Generation IM (co-fondé par Al Gore), Goldman Sachs Growth Equity, etc.
185	Alan	Coatue Management (lead), Dragoneer, Exor, Index Ventures, Ribbit Capital, Temasek
183	Shift Technology	Advent Tech (lead), Bpifrance, Avenir Growth, Bessemer, Accel, General Catalyst, Iris Capital
178	Vestiaire Collective	Kering, Tiger Global Management (co-leads), Bpifrance, Condé Nast, Eurazeo Growth, etc.
144	Younited	Goldman Sachs Growth, Bridgepoint, Eurazeo Growth, Bpifrance Large Venture, AG2R La Mondiale
101	Aircall	Goldman Sachs AM Growth Equity (lead), eFounders, DraperEsprit, etc.
100	Spendesk	General Atlantic (lead), Index Ventures, Eight Roads Ventures
100	Ornika	KKR (Next Generation Technology Growth, lead), Idivest, Bpifrance, Elaia, etc.
97	BlaBlaCar	VNV Global, Otiva J/F AB, FMZ Ventures
90	PayFit	Eurazeo Growth, Bpifrance, Accel, Frst, Xavier Niel

Source : Capital Finance



MONCEY
AVOCATS

Private Equity
Fusions Acquisitions
Financement
Fiscalité
Restructurations
Social

« L'écosystème growth fait son apprentissage sur ce qui s'apparente à un cycle inaugural »

Le responsable France de Permira revient sur l'ancrage historique du GP dans la tech et sur les enjeux du marché.

CAPITAL FINANCE : Depuis ses débuts, Permira a mis la tech au cœur de son modèle d'investissement. Comment cette trajectoire s'est-elle développée ?

Alexandre Margoline : A sa création, en 1985, la firme opérait sous la bannière Schroder Ventures. Au fil du temps, elle a adopté une dimension paneuropéenne, avec une approche très intégrée. Depuis toujours, notre histoire est donc ancrée dans l'univers du venture, autour des valeurs de croissance et d'entrepreneuriat qui irriguent aussi notre activité private equity traditionnelle. Au tournant de la décennie 2010, Permira a fait le choix de se positionner résolument sur le segment du growth capital. Un mouvement qui s'est incarné avec notre investissement dans Klarna, en 2017, sous la forme d'un deal warehouse, en partenariat avec nos LPs. Cette opération a agi comme catalyseur pour la levée de notre fonds Permira Growth Opportunities I, qui a réuni 1,7 Md\$ d'engagements en 2019. A l'heure actuelle, ce véhicule, qui se trouve déployé à plus de 80 %, compte neuf lignes en portefeuille, dont les français Mirakl et Safti ainsi que le suisse Nexthink.

C.F. : Votre signe distinctif, c'est aussi d'avoir la même équipe qui œuvre sur le fonds buy-out Permira VII et sur le fonds de growth. Comment est géré le risque de conflits d'intérêts ?

A.M. : La tech transcende aujourd'hui l'analyse par secteurs d'activité économique et par segments du non-coté. Les forces vives de Permira qui participent au déploiement de ces deux fonds regardent donc, pour ainsi dire, les deals « de la même manière », avec, à la clé, des objectifs de rendement très similaires. Mais la séparation entre les deux stratégies est très claire : à Permira VII (NDLR, closé à 11 Md€ fin 2019) les deals majoritaires, à Permira Growth les opérations minoritaires. Nos LPs ont tout à fait compris les synergies qui se matérialisent entre les deux : fort de notre investissement dans Magento, nous sommes encore mieux à même de créer de la valeur avec

Mirakl – idem pour la courbe d'expérience que nous avons acquise avec notre présence dans TeamViewer, avant de soutenir Nexthink. Les conflits d'intérêts sont d'autant plus limités et encadrés qu'il existe un très fort « overlap » entre la base de LPs de Permira VII et celle de Permira Growth Opportunities I.

C.F. : Face à la hausse des valorisations, comment s'assurer qu'on fait un « bon » deal ?

A.M. : Il n'y a aucun doute, selon moi, que nous sommes face à une bulle. Tout l'enjeu est donc de faire preuve de discernement et de discipline. Forts des compétences que nous avons développées pour investir dans cette thématique de l'hypercroissance, nous disposons d'une grille d'analyse très stricte, avec des marqueurs, pour ainsi dire, « binaires » qui déterminent notre décision d'investir ou de ne pas investir. A titre d'illustration, nous décryptons ici la constance du track record des entreprises (croissance, marge brute, efficacité en matière de sales et marketing, etc.). Nous nous assurons aussi que la position de leadership affichée à l'entrée est robuste, et donc peu susceptible d'être fragilisée par l'environnement concurrentiel : cette définition de la « swimlane », qui doit être claire et précise, est fondamentale. Cela va sans dire que la stature et la qualité des entrepreneurs restent l'impératif numéro 1. Au même titre que notre réelle capacité à les accompagner sur des sujets comme l'internationalisation, la verticalisation d'une organisation, la stratégie de M & A, etc.

C.F. : Et sur le front des sorties, qu'appellez-vous de vos vœux ?

A.M. : Dans son ensemble, l'écosystème growth est en train de faire son apprentissage sur ce qui s'apparente à un cycle inaugural : jamais il n'avait soutenu autant d'entreprises de cette taille-là, avec une vitesse d'accélération de cette ampleur. C'est vrai à l'entrée, comme à la sortie. J'attends donc avec impatience les premières IPO en Europe de scale-up, et a fortiori de licornes, qui affichent des profils d'hypercroissance, avec peu ou pas de rentabilité. Ce scénario ne s'est pas encore matérialisé de ce côté-ci de l'Atlantique. Et la Bourse est naturellement une « exit route » privilégiée pour le growth capital. **PROPOS RECUEILLIS PAR EMMANUELLE DUTEN**



ALEXANDRE MARGOLINE
PERMIRA

À NOTER

Ce sont les mêmes équipes qui déploient le fonds Permira Growth Opportunies et le fonds de buy-out Permira VII.

Cet article a été diffusé dans le numéro de Capital Finance en date du 14 juin 2021 (CF 1462)

100% traduction juridique

Cherry on the cake :

nous vous répondons en moins de 30 minutes !

Un soupçon d'**intelligence artificielle**

Quelques gouttes de **lexiques et de termes définis** arrosées de quelques **Majuscules**

Le tout enrobé d'un savoureux **niveau de service 7 jours sur 7**

Rien que pour vous offrir de gourmandes **traductions, justes et juste pour les juristes**

Comme vos **données**, nos recettes sont gardées **avec la plus grande confidentialité !**



VALORISATION TECH: SAVOIR S’AFFRANCHIR DE L’ARITHMÉTIQUE

Si vous tapez « tech bubble » sur le moteur de recherche le plus célèbre du monde, vous obtiendrez 234 millions de résultats en 0,80 seconde.

C'est dire combien le sujet passionne. Bien sûr, sont mélangées ici les valorisations euphoriques de l'ère « dot-com » et les ascensions spectaculaires qu'enregistrent – particulièrement ces derniers mois – les « tech darlings » du Nasdaq. L'argument de la « bulle » – si « bulle il y a », diront certains – prévaut évidemment pour le marché actions. D'après des données de FactSet, il faut remonter à plus de deux décennies pour voir l'indice Nasdaq 100 extérioriser un PE ratio supérieur à 40 fois. Mais, dans la Tech, tout ne se « vaut » pas. C'est bien pour cela que l'exercice de la valorisation y est si complexe.

LOI DE L'OFFRE ET DE LA DEMANDE

« Que l'on parle de *venture* ou de *growth capital*, la constante, c'est la croissance. Or, par essence, la croissance ne peut pas se valoriser de manière mathématique. Contrairement au LBO, où il existe des valeurs de référence, comme l'Ebitda ou le free-cash-flow, dans la tech, il n'existe pas de *metrics* absolus et toute la génération de cash se fait par l'*equity* sans l'aide du levier de la dette bancaire. Cela appelle au pragmatisme », estime Antoine Dresch, managing partner de Korelya Capital. Il existe, néanmoins, des facteurs qui permettent de toucher du doigt la valorisation d'une entreprise tech non cotée. Le premier vecteur tient en quelques mots très simples: la loi de l'offre et de la demande. C'est peu dire que l'intensité concurrentielle va crescendo depuis plusieurs années. À l'entrée plus massive de VCs étrangers (et particulièrement nord-américains) sur le territoire

français se sont ajoutées l'arrivée de corporates asiatiques (le nom de Tencent vient immédiatement à l'esprit, au regard de ses incursions récentes dans Voodoo, Qonto, et autres Lydia) ainsi que les approches d'équipes venues historiquement du buy-out (si on devait n'en citer qu'un, on choisirait

CVC Growth Partners et ses 180 M€ injectés dans Ecovadis en 2020). En s'aventurant sur le terrain de la tech, les pure players du LBO ou du « cap-dév » ont, au passage, ouvert une sorte de troisième voie sur le front méthodologique. « Ils peuvent emprunter à l'univers du *venture capital* en fondant leur analyse sur un multiple d'ARR (« annual recurring revenue ») et le conjuguer à une méthode plus traditionnelle qui consiste à évaluer les scénarios de sortie à un horizon donné sur la base d'un business plan et d'un TRI cible. Cette triangulation de la valorisation montre que le raisonnement ne se fait pas à iso-multiple d'entrée et de sortie et ne repose pas sur les mêmes agrégats économiques, explique Joy Sioufi, partner chez GP Bullhound. La convergence entre le growth et le buy-out tend à remettre la question de la sortie (tant dans son horizon que dans ses modalités) au centre du jeu. »

ring revenue ») et le conjuguer à une méthode plus traditionnelle qui consiste à évaluer les scénarios de sortie à un horizon donné sur la base d'un business plan et d'un TRI cible. Cette triangulation de la valorisation montre que le raisonnement ne se fait pas à iso-multiple d'entrée et de sortie et ne repose pas sur les mêmes agrégats économiques, explique Joy Sioufi, partner chez GP Bullhound. La convergence entre le growth et le buy-out tend à remettre la question de la sortie (tant dans son horizon que dans ses modalités) au centre du jeu. »

SPACS OU LA DÉMOCRATISATION DE L'IPO

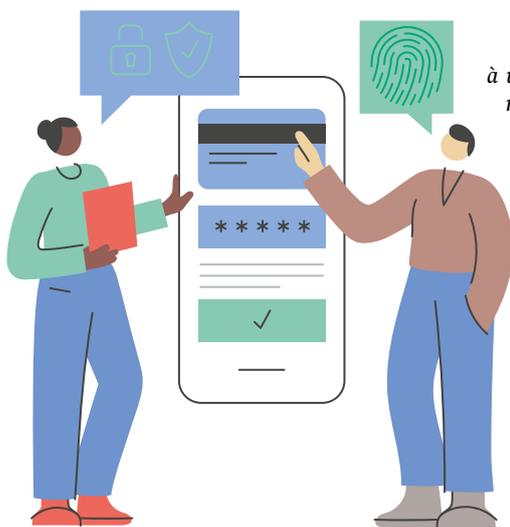
C'est ici que le deuxième facteur permettant de dessiner les contours de la « valo » entre en scène: que l'on parle d'IPO, de trade sales, de vente à un fonds de private equity, et même désormais de recours aux SPACs, les options d'exit sont multiples. « Les SPACs correspondent vraiment à une « démocratisation de l'IPO ». Ils permettent à des entreprises qui ne seraient pas nécessairement éligibles à une introduction en Bourse d'accéder aux marchés publics. Avec, à la clé, une valorisation prédéfinie et approuvée par la mécanique du Pipe qui se déroule dans la foulée. On peut appeler

Un fonds, un conseil financier
et un avocat partageant
leur vision de la valeur des
entreprises technologiques.
En écartant l'existence
d'une « bulle ».



“

La croissance ne peut pas se valoriser de manière mathématique.



à une plus grande régulation des SPACs, mais on doit aussi reconnaître l'extraordinaire liquidité qu'ils apportent, avec une grande souplesse pour les investisseurs, puisque la période de lock-up peut n'être que de trois à six mois, sous certaines conditions de performance du cours de Bourse. De manière plus générale, on peut dire que les liens entre non-coté et coté continuent de se tisser. J'en veux pour preuve l'avènement des fonds cross-over, qui non seulement apportent leur approche de la valorisation des marchés actions, mais aussi des guidelines vers une future sortie, en matière d'alignements d'intérêts, de gouvernance, etc. », poursuit Antoine Dresch.

“

Avant tout, on investit quand on croit dans la trajectoire d'hypercroissance.

ANTOINE DRESCH
KORELYA

Voilà pour les éléments de la situation. Mais si, finalement, la valorisation se jouait surtout sur un autre terrain ? Celui des entrepreneurs. « Les valorisations actuelles sont le résultat de l'émergence d'une nouvelle génération de fondateurs. Et sur cet échiquier, il existe naturellement une prime pour les serial entrepreneurs », considère Benjamin Cichostepski, partner au sein du cabinet Orrick. L'augmentation des prix serait donc le reflet de la maturation des entrepreneurs, et plus largement, de l'écosystème dans son ensemble. « Contrairement à ce qui a pu être observé parfois par le passé, un fossé se creuse aujourd'hui entre les meilleurs projets et les autres, poursuit-il. Les "best in class" parviennent à considérablement réduire leur cycle de financement, en enchaînant parfois des levées de fonds à moins d'un an d'écart. Ils sont aussi ceux qui réussissent à décrocher une prime parce qu'ils sont en avance sur leur business plan », ajoute-t-il. Les VCs ne s'y trompent pas lorsqu'il faut payer le prix. « Le management reste la pierre angulaire de l'investissement. À cash investi égal, un fonds sait très bien qu'il ne dégagera pas la même performance en fonction de l'équipe de direction qui est aux commandes. In fine, c'est dans l'équilibre entre valorisation et dilution, à travers une cap table bien calibrée, que se joue l'alignement d'intérêts entre les forces en présence », précise l'avocat. Pour certains commentateurs du marché, l'équation est simple : dans une série A ou B, le VC cherche à avoir 15 % du capital. Il lui suffit de « rétro pédaler » pour calculer la valorisation en fonction du niveau de détention et du TRI attendu.

UNE VALORISATION « PIÈGE »

Admettons. Mais dans la réalité, il faut veiller à ce que la valorisation ne devienne pas une chaîne aux pieds qui entrave plus qu'un propulseur qui libère. « La valorisation permet le développement, mais elle est porteuse potentiellement d'un risque

d'exécution, alerte Joy Sioufi. Poussée trop vers le haut, elle peut générer des contraintes trop fortes pour l'entrepreneur. Elle crée aussi un précédent, en ce qu'elle fera office de seuil minimal pour le tour de table ultérieur. » En ce sens, elle est, évidemment, une donnée pour les sociétés de gestion. « Bien souvent, en tant que VC, on ne "fait" pas la valorisation. On est suiveur. On s'appuie purement et simplement sur la valeur de référence actée dans la levée de fonds précédente », estime un observateur. Il n'empêche que rien n'est gravé dans le marbre. Surtout face à une crise de l'ampleur de celle qui frappe depuis un an. « En 2020, trois facteurs ont permis aux investisseurs d'attribuer une prime à certains actifs. Primo, la récurrence des revenus qui témoigne d'un très fort taux d'adoption. On a, à cet égard, beaucoup entendu parler des logiciels SaaS, ou des business consumers fondés sur l'abonnement. Secundo, la croissance dite « saine ». Cela ne signifie pas nécessairement que l'entreprise dégage des cash-flows positifs mais qu'un certain nombre d'indicateurs clés sont rentables (ie, conversion de l'acquisition client en profit). Tertio, la "stickyness" qui s'incarne, par exemple, via la rétention client dans la durée, ou encore via la robustesse du développement et du modèle économique, précise Joy Sioufi. ... La conjonction de ces trois éléments permet à un investisseur de se projeter et de cranter une valorisation, même élevée, avec un profil de risques limités. »

On ne le dira jamais assez : la valorisation est une affaire de conviction. « Avant tout, on investit quand on croit dans la trajectoire d'hypercroissance. Cela ne veut pas dire qu'on fait fi de la rentabilité, les modèles late-stage et growth tendant à se rapprocher des rendements du private equity traditionnel, avec un multiple de trois fois la mise en moyenne. L'ambition est de dégager un chemin vers la rentabilité. Il faut pouvoir démontrer que le business peut être profitable, même s'il ne l'est pas à l'instant « t » en raison d'un gros programme de capex. En bref, cela revient à assumer de renoncer à la rentabilité immédiate au profit de l'hypercroissance », explique Antoine Dresch. Et à ceux qui s'accrocheraient mordicus à l'idée que « nos » start-up et scale-up sont survalorisées et alimentent, de facto, un phénomène de bulle, on répondrait que les prix d'aujourd'hui sont, probablement, la rançon du succès de la French Tech. « La question est aussi de savoir si, pour des projets reposant sur des modèles avec un niveau de risque très élevé, les investisseurs payaient le « bon prix » il y a quelques années. On peut interpréter les niveaux de valorisation actuels de ces projets comme un phénomène d'alignement par rapport à des modalités d'investissement très « volontaristes » observées aux États-Unis et au Royaume-Uni depuis longtemps », conclut Benjamin Cichostepski. **EMMANUELLE DUTEN**

DONNER DU SENS À LA PERFORMANCE



MEANINGS
CAPITAL PARTNERS

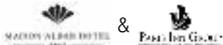
INVESTISSEUR HUMAINEMENT RESPONSABLE

Meanings, le nouveau nom de Meeschaert Capital Partners

Meanings Capital Partners - 12 Rond Point des Champs Elysées - 75008 Paris
+33 1 83 75 50 00 - www.meanings.com

PwC Deals

Remercie ses clients pour leur confiance renouvelée
Parmi les transactions annoncées en 2021

<p>Investissement de</p>  <p>dans</p> 	<p>Cession par</p>  <p>de</p> 	<p>Acquisition par</p>  <p>de</p>  <p>&</p> 	<p>Cession par</p>  <p>de</p> 
<p>Acquisition par</p>  <p>de</p> 	<p>Prise de participation par</p>  <p>&</p>  <p>dans</p> 	<p>Investissement de</p>  <p>dans</p> 	<p>Prise de participation majoritaire par</p>  <p>dans</p> 
<p>Investissement de</p>  <p>dans</p> 	<p>Accompagnement de</p>  <p>dans le cadre de son partenariat stratégique avec</p> 	<p>Cession par</p>  <p>de</p> 	<p>Prise de participation majoritaire par</p>  <p>dans</p> 
<p>Cession par</p>  <p>de</p> 	<p>Prise de participation majoritaire par</p>  <p>dans</p> 	<p>Cession de participation majoritaire par</p>  <p>dans</p> 	<p>Augmentation de capital par</p>  <p>au profit de</p> 