

# LES FONDS MIDCAP ET LEURS PARTICIPATIONS



## GARDENT LE CAP DE L'INTERNATIONAL

Le développement international des entreprises reste un levier de création de valeur privilégié par les fonds d'investissement. Qu'importe que la crise sanitaire rende les déplacements plus compliqués, il apparaît comme un facteur de résilience particulièrement performant. À condition, bien sûr, d'éviter les chausse-trappes et de savoir s'entourer de conseils ou de relais locaux de qualité.



Les fonds n'ont pas attendu la mise en place d'un hypothétique « passeport vaccinal » pour rouvrir le volet internationalisation de leurs thèses d'investissement. Passage quasiment obligé de tout I.B.O avant la crise sanitaire, le développement hors des frontières de l'Hexagone en reste un axe très important en dépit des difficultés à voyager et de frontières moins perméables que par le passé. « Nous observons même un effet indirect de la Covid qui rend ce sujet de l'internationalisation très prégnant dans les due diligences stratégiques que l'on nous demande : étant donné qu'il y a moins de dossiers sur le marché mais toujours plus d'acquéreurs, les valorisations sont très élevées et les investisseurs cherchent à se rassurer quant au potentiel de création de valeur de leurs cibles d'investissement. Le développement international y tient une place de plus en plus cruciale, constate Hugo Perier, senior manager au sein du cabinet CMI Stratégies. En outre, si les actionnaires privilégient une sortie industrielle, l'internationalisation de leur participation est souhaitable voire indispensable à partir d'un certain niveau de valorisation, autour de 100 millions d'euros. »

« La diversification des zones de revenus est un véritable facteur de résilience, appuie Jean-Mathieu Sahy, président de Capital Export. Depuis le début de la crise Covid, et particulièrement dans les périodes de confinement, des sociétés uniquement exposées au marché français ont subi des à-coups marqués. En outre, à l'heure de la reprise, l'Asie et la Chine notamment se montrent particulièrement dynamiques, donc une présence sur ces marchés est un facteur de résilience indéniable. De même, les États-Unis restent le premier marché mondial et l'efficacité de la vaccination conjuguée à l'ampleur des plans mis en œuvre vont avoir des effets rapides. » Les avantages fondamentaux d'une extension de sa zone de chalandise à l'étranger semblent donc

au moins confortés voire, dans certains cas, renforcés par la situation sanitaire et économique. Reste à savoir comme s'y prendre pour que ces développements soient harmonieux, efficaces et surtout rentables.

### RÉSEAUX D'ACCOMPAGNEMENT À L'INTERNATIONAL

Autant les sociétés de gestion se font assez peu accompagner lorsqu'il s'agit de leur propre expansion internationale, à l'exception peut-être de leurs agents de placement (*lire encadré page 24*), autant elles mobilisent plus facilement un écosystème de conseils lorsqu'il s'agit de celle de leurs participations. Les cabinets de conseils en stratégie sont en première ligne sur ces sujets. « Nous intervenons à plusieurs niveaux lorsqu'un projet de développement international se prépare. Le premier est souvent d'apprécier le niveau de compétitivité d'une cible d'investissement de notre client par rapport à ses concurrents locaux et l'adéquation de ses produits aux marchés qu'il vise, décrit Hugo Perier. Ensuite, nous sommes de plus en plus sollicités, en complément de prestation, pour analyser la qualité et l'accessibilité d'un gisement de cibles dans la perspective de build-up. Enfin, nous accompagnons de plus en plus les participations de nos clients dans le déploiement de leurs ambitions de croissance à l'international (définition des priorités en matière de marchés cibles, définition des voies d'accès au marché...). »

Des réseaux plus ou moins formalisés se sont créés précisément pour répondre aux besoins de cette clientèle et accompagner ces développements. C'est le cas par exemple de l'OSCI, qui regroupe les « opérateurs spécialisés du commerce international » : Capital Export fait partie de ses membres associés et Bpifrance et France Invest entre ●●●



« SI UN MARCHÉ EST PROFOND MAIS VERROUILLÉ PAR UN OU DEUX LEADERS, IL SERA DIFFICILE DE S'Y FAIRE UNE PLACE, SAUF À RACHETER L'UN OU L'AUTRE DE CES CONCURRENTS. DE CE POINT DE VUE, LES ENTREPRISES PRÉSENTES SUR DES NICHES TECHNOLOGIQUES SONT SANS DOUTE MIEUX ARMÉES POUR FAIRE LA DIFFÉRENCE », HUGO PERIER, CMI STRATÉGIES

## « C'EST PARTICULIÈREMENT CRUCIAL DE TROUVER LA BONNE GOUVERNANCE À LA SUITE D'UNE INTERNATIONALISATION »

Tous les agents de placement intervenant auprès de fonds de private equity ont développé une activité de conseil stratégique. Le développement international est l'un des thèmes sur lesquels ils sont sollicités par leurs clients GPs. Jean-Christel Trabarel, fondateur de Jasmin Capital, en présente les enjeux.

**Private Equity Magazine :** Avez-vous le sentiment que la Covid a freiné les projets des GPs en matière de développement international ?

**Jean-Christel Trabarel :** Non, je pense que cette option reste très présente dans les plans de croissance des plus grandes sociétés de gestion. L'industrie du private equity continue à bien fonctionner, les P&L des GPs se portent globalement bien, les levées de fonds ont toujours lieu et les firmes continuent donc à investir.

**P. E. M. :** Quelles sont les raisons qui poussent un GP à se développer à l'international ?

**J.-C. T. :** Je pense que la première raison d'un développement international par un GP est l'élargissement de son deal flow. C'est d'ailleurs le prérequis pour solliciter ensuite des LPs du pays dans lequel il s'implante : pour eux,

avant même de savoir si l'équipe de gestion a un bureau sur place, la première question est : « Avez-vous déjà réalisé des investissements dans mon pays ? » Le deuxième sujet pour les sociétés de gestion est d'optimiser leur capacité à accompagner le développement de leurs participations.

**P. E. M. :** Ces projets nécessitent-ils des structurations de fonds particulières ?

**J.-C. T. :** Lorsque le pays visé est européen, les GPs intègrent généralement les investissements qui y sont réalisés dans leur fonds principal. En revanche, lorsqu'ils souhaitent se déployer plus loin, par exemple aux États-Unis ou en Asie, il peut arriver qu'ils créent un fonds dédié.

**P. E. M. :** En quoi consistent précisément vos interventions ?



Jean-Christel Trabarel

**J.-C. T. :** Nous intervenons de deux manières. Soit nous faisons un travail d'identification de sociétés de gestion qui pourraient faire l'objet d'un build-up de la part de nos clients, quand ils sont à un stade avancé dans leur démarche, ce qui est surtout le cas dans les marchés qu'ils ont déjà identifiés comme étant intéressants et où ils ont déjà investi. Soit nous travaillons avec eux plus en amont pour déterminer quels pays viser, tester éventuellement certains LPs ou faire un benchmark de l'entrée sur le marché de leurs concurrents. Dans ce cas-là, il faut notamment déterminer si la croissance externe est la plus propice ou s'il vaut mieux faire un développement organique : ce n'est pas évident d'acquiescer un GP, car les meilleurs n'ont pas tendance à se vendre ou alors à des

prix très élevés, sauf à être confrontés à une problématique de succession ou de cession de structure captive.

**P. E. M. :** Comment les sociétés de gestion appréhendent-elles la problématique de la gouvernance d'une plateforme présente dans plusieurs pays ?

**J.-C. T. :** Il y a généralement deux modèles possibles : soit les décisions d'investissement restent centralisées à Paris et des senior advisors représentent la firme dans chaque pays, soit chaque antenne locale a son comité d'investissement. Cela dépend de l'ADN de chaque société de gestion. Quoi qu'il en soit, c'est très structurant et particulièrement crucial de trouver la bonne gouvernance et le fonctionnement d'une organisation globale, avec des représentants dans plusieurs pays.

**P. E. M. :** Voyez-vous une différence par classes d'actifs sur ce sujet de l'international ?

**J.-C. T. :** Il me semble que toutes les équipes, à partir d'une certaine taille, envisagent de se développer hors de France, quelle que soit la classe d'actifs. Les VCs regardent peut-être plus particulièrement les États-Unis, l'Allemagne et le Royaume-Uni ; les fonds de LBO voient des opportunités en Allemagne, au Benelux et en Italie notamment, les fonds d'infrastructures sont plus naturellement globaux.

... autres, de ses partenaires officiels. Créée en 1968 sous l'impulsion du CNPF (ancêtre du Medef), cette fédération représente « 150 entreprises d'accompagnement à l'export et plus de 2000 sociétés de négoce qui contribuent à plus de 120 milliards d'euros d'exportations annuellement ». Elle est actuellement dirigée par un binôme formé de Chloé Bernd, directrice associée de VVR International, un cabinet dédié à la Chine où il a accompagné des participations de Siparex, Capital Export, Carlyle ou encore Amundi, et Hervé Druart, qui travaille chez Salveo.

« Dans la mesure où l'internationalisation passe souvent par des opérations de croissance externe, il est primordial d'avoir des relais qui connaissent le marché local, pointe Patrick Richer, managing partner chez Neovian Partners. C'est ce qui nous a incité à nouer des partenariats avec des conseils en stratégie comme nous dans une vingtaine de pays. Il n'y a pour l'heure aucun lien capitalistique entre nous, même si nous réfléchissons à des rapprochements possibles. Quoiqu'il en soit, cela nous permet de répondre rapidement à une demande concernant tel ou tel pays, sans y avoir d'équipe Neovian en propre. »

Depuis sa création en 2010, c'est sur tout cet écosystème que Capital Export s'appuie pour déployer sa stratégie d'investissement, centrée précisément sur l'internationalisation de ses

participations. « Nos réseaux rassemblent plusieurs type de relais : des conseillers du commerce extérieur de la France, dont certains sont d'ailleurs souscripteurs de notre deuxième fonds, des chambres de commerce franco-étrangères et, bien sûr, nos partenaires privés locaux avec qui nous travaillons de longue date et avec beaucoup d'efficacité, note Jean-Mathieu Sahy. Nous avons beaucoup investi ces dernières années dans la constitution d'un réseau de relais spécialisés dans l'identification et l'approche de cibles dans les grandes économies du monde pour déployer des stratégies actives de croissance externe internationale. Enfin, au sein de l'équipe, une personne se charge des demandes d'aides et financements publics, qu'il s'agisse de celles de Coface/Bpifrance, d'aides régionales ou européennes, mais aussi des programmes d'aides à l'implantation proposés dans les pays étrangers. »

### SEGMENTS ET TAILLE D'ENTREPRISES

Avec la montée en puissance des équipes d'operating partners chez les GPs, certains ont fait le choix de piloter en interne cet accompagnement. C'est par exemple le cas de Siparex, qui a recruté il y a quelques mois Stéphanie Tortier en tant qu'International & performance manager pour porter ce sujet. Elle a rejoint la société de gestion en provenance



de chez PwC, où elle était arrivée en 2017 après sept ans chez Altios International, cabinet spécialisé dans l'accompagnement des entreprises à l'international. « En développant notre plateforme Siparex Cap International, nous avons le souhait de systématiser l'approche internationale de nos investissements et d'accompagner nos dirigeants dans l'accélération de leur transformation par l'international, et ce, dès la phase d'origination. Nous réalisons en amont un diagnostic international en interne, puis, post-deal, nous définissons une stratégie et des indicateurs pour en mesurer le succès, détaille-t-elle. Nous mettons en place des programmes adaptés à toutes nos lignes métiers en fonction des maturités de développement des entreprises à l'international, du venture aux fonds ETI en passant par la dette et le small-midcap. Un programme spécifique au venture va être dévoilé d'ici à quelques jours. Notre conviction est que l'internationalisation est un levier de croissance efficace quels que soient le secteur et la taille de l'entreprise, si son activité le lui permet. Le vrai point différenciant est de savoir si le dirigeant a l'envie ou non de porter ce projet : c'est pourquoi nous intégrons une dimension de coaching et de formation dans notre dispositif. »

Également attentifs à ce dernier point, les investisseurs de Capital Export font intervenir le cabinet spécialisé Selescope pour passer en revue les équipes de leurs participations : « Nous recrutons des profils spécifiques dans le cadre de nos investissements pour précisément porter ces thèmes d'internationalisation. Ce sont par exemple des responsables de filiales ou des commerciaux expérimentés à l'international », précise Jean-Mathieu Sahy.

Toutefois, si ce facteur humain est évidemment primordial, il ne peut être la seule garantie d'un développement réussi. « L'international n'est pas forcément adapté à tous les types d'entreprises ou d'equity stories : par exemple, des entreprises en hypercroissance n'en feront sans doute pas une priorité, car leur coût d'acquisition de clients à l'étranger risque d'être beaucoup plus élevé qu'en France alors qu'elles sont encore dans une logique de croissance rapide de leur marché et/ou de leurs parts de marché, prévient Patrick



« EN DÉVELOPPANT NOTRE PLATEFORME SIPAREX CAP INTERNATIONAL, NOUS AVONS LE SOUHAIT DE SYSTÉMATISER L'APPROCHE INTERNATIONALE DE NOS INVESTISSEMENTS ET D'ACCOMPAGNER NOS DIRIGEANTS DANS L'ACCÉLÉRATION DE LEUR TRANSFORMATION PAR L'INTERNATIONAL, ET CE DÈS LA PHASE D'ORIGINATION », STÉPHANIE FORTIER, SIPAREX

Richer, chez Neovian Partners. De surcroît, pour des entreprises du small et midcap, c'est-à-dire dont l'Ebitda se situe entre 2 et 25 millions d'euros, le potentiel de croissance sur le marché français n'est souvent pas épuisé et elles y ont donc encore de la place pour grossir. »

À la tête du cabinet d'operating partners I&S Advisers, Isabelle Saladin a d'ailleurs observé une segmentation se mettre en place en ce début d'année 2021 : « Les plus petits fonds, dont les participations sont des PME locales, tendent à se recentrer sur leur territoire et à privilégier l'accompagnement de leurs entreprises dans la crise. Ils se tournent plus vers des stratégies de transformation des modèles que de développement international. De l'autre côté du spectre, dans des entreprises liées aux secteurs "du moment", comme les biotech, ou qui portent un changement d'usage, notamment numérique, l'heure est plutôt aux partenariats avec des corporates multinationaux qui s'associent avec des fonds de grande taille et globaux. C'est ce qui vient de se passer chez Vestiaire Collective avec l'entrée au capital de Kering aux côtés du fonds américain Tiger Global. » (lire deal page 45)

#### PROFONDEUR DE MARCHÉ ET ENVIRONNEMENT CONCURRENTIEL

Une fois que le dirigeant et son actionnaire ont convenu que l'internationalisation pouvait être un levier de ●●●



Louis Hubert (Siparex) et Dominik P. Felsmann (Tikehau Capital)

**S**iparex et Tikehau Capital complètent leur maillage européen en ouvrant respectivement des bureaux en Belgique et en Allemagne. Le premier a recruté Louis Hubert, investment manager au sein du groupe BNP Paribas Fortis, pour le représenter à Bruxelles ; le second a débauché Dominik P. Felsmann de chez ABN Amro

sant à Milan, Montréal et Munich, tandis que Tikehau a des implantations à Amsterdam, Bruxelles, Londres, Luxembourg, Madrid et Milan. Dans les deux cas, les nouvelles recrues des plateformes rejoignent une ligne de métier spécifique – ETI pour Siparex, la dette privée pour Tikehau –, mais auront aus-

## SIPAREX S'IMPLANTE À BRUXELLES ET TIKEHAU CAPITAL À FRANCFORT

si pour mission de servir de relais pour toutes les autres activités des deux groupes. « Dans le cadre du déploiement de Siparex ETI 5, Louis a pour mission d'identifier, d'approcher et de conduire les investissements du fonds sur la zone Benelux. Il sera également le relais des autres activités de la plateforme Siparex (Midcap, Entrepreneurs, Mezzanine, XAnge) pour enrichir le deal flow et identifier des opportunités d'acquisition pour les entreprises du porte-

feuille », indique ainsi Siparex. De même, « Tikehau Capital a la conviction que le marché du direct lending, sur lequel le groupe a été pionnier en Europe, recèle un fort potentiel en Allemagne », mais « l'offre de Tikehau Capital en Allemagne sera composée de l'ensemble des classes d'actifs sur lesquelles le groupe est aujourd'hui présent : la dette privée, les actifs réels, le capital-investissement et les activités de marchés de capitaux ».

... croissance pertinent et qu'ils se sont familiarisés avec la boîte à outils, ils doivent encore se mettre au clair et en phase sur plusieurs points afin de se donner toutes les chances de réussir hors des frontières. Le premier élément est de cibler la ou les destinations les plus propices. « Chez Capital Export, nous pensons important d'orienter notre action vers les grands marchés stratégiques : les États-Unis et la Chine, l'Allemagne et quelques autres pays européens. Le plus important n'est pas la croissance nominale d'un marché, mais sa profondeur : mieux vaut se projeter sur des "marchés-continentaux" comme les États-Unis ou la Chine, qui offrent un risque de change maîtrisé et des débouchés immenses sur le long terme. De surcroît, ils peuvent servir de hubs locaux à partir desquels nos participations se déploieront sur d'autres zones, comme l'Allemagne pour l'Europe de l'Est et centrale, la Chine et parfois l'Inde pour l'Asie du Sud-Est, ou les États-Unis pour le Canada », explique Jean-Mathieu Sahy.

« Il est aussi nécessaire d'étudier l'environnement concurrentiel, ajoute Hugo Perier, de CMI Stratégies. Si un marché est profond mais verrouillé par un ou deux leaders, il sera difficile de s'y faire une place, sauf à racheter l'un ou l'autre de ces concurrents. De ce point de vue, les entreprises présentes sur des niches technologiques sont sans doute mieux armées pour faire la différence. Même chose pour des acteurs de la santé ou des dispositifs médicaux par exemple, qui sont soumis en France à des prix régulés assez bas. De ce fait, s'ils arrivent à être compétitifs sur ce marché, ils ont un

argument concurrentiel à faire valoir à l'international. » Spécialiste de la Chine, Camille Verchery, chez VVR International, abonde : « Par exemple, la Chine ne peut s'aborder que si l'on a une vraie plus-value dans un domaine – pour des Français, cela peut être dans le médical, l'agroalimentaire ou certaines industries où nous avons des atouts reconnus – et un projet industriel pour devenir leader du marché. »

#### ACQUISITIONS ET INTÉGRATION

Un autre sujet crucial à trancher est la manière de conduire son expansion géographique. Il rencontre une autre composante des thèses d'investissement qui a généralement les faveurs des fonds : le build-up. Les opérations de croissance externe sont effectivement unanimement reconnues comme étant la voie royale pour mettre le pied dans un autre pays. Encore faut-il bien identifier les cibles qui viendront apporter une valeur ajoutée. « Lorsque l'on fait une acquisition, on achète du relationnel, une entrée sur un marché, reprend Camille Verchery. Depuis quelques années, nos clients vont aussi en Chine pour acheter de la technologie dans des domaines comme l'automatisation des chaînes de production ou la reconnaissance faciale. »

Bien sûr, toute opération de croissance externe a son corollaire : le risque d'intégration. Celui-ci peut prendre une ampleur particulière en raison de la distance entre le siège et les antennes étrangères. « Il y a le risque de créer des niveaux de management intermédiaires qui pèseront sur les marges et amplifieront la dispersion de la prise de décision entre les différents pays, met en garde Patrick Richer, managing partner de Neovian. Nous avons d'ailleurs une associée au sein du cabinet qui traite spécifiquement de ces sujets d'évolution des organigrammes et de leadership des PME, notamment quand la société se lance à l'international, que ce soit en organique ou par build-up. »

De manière plus générale, « il ne faut pas sous-estimer les enjeux opérationnels d'un déploiement international (phasage des opérations et allocation des investissements associés, voies d'accès au marché : distributeurs ou implantation en propre, localisation et profil des équipes commerciales, profil des partenaires commerciaux...), ajoute Hugo Perier. Ils vont avoir un impact sur le chiffre d'affaires réalisable à l'horizon du LBO, mais aussi sur la pente de croissance pendant cette période. De ce point de vue, je pense que l'un des risques majeurs de ces projets est le fossé qui peut exister entre la conceptualisation stratégique et l'exécution opérationnelle ». Sauf à racheter un leader de son marché réalisant déjà un chiffre d'affaires substantiel, ces déploiements risquent bien souvent de n'avoir un impact positif sur les résultats qu'au bout de plusieurs années. À bien des égards, ils apparaissent donc comme le meilleur crash-test qui soit pour la fameuse implication de long terme dont se targuent tant les fonds de LBO. ■



« LORSQUE L'ON FAIT UNE ACQUISITION, ON ACHÈTE DU RELATIONNEL, UNE ENTRÉE SUR UN MARCHÉ. DEPUIS QUELQUES ANNÉES, NOS CLIENTS VONT AUSSI EN CHINE POUR ACHETER DE LA TECHNOLOGIE DANS DES DOMAINES COMME L'AUTOMATISATION DES CHAÎNES DE PRODUCTION OU LA RECONNAISSANCE FACIALE », CAMILLE VERCHERY, VVR INTERNATIONAL



Markus Decker (à g.) et Thomas Elleberger pilotent l'activité de Capital Mind en Suisse.

### CAPITALMIND OUVRE UN BUREAU EN SUISSE

Capitalmind s'associe avec le banquier d'affaires Markus Decker pour lancer sa filiale suisse. Markus Decker a racheté l'activité de corporate finance du groupe d'investissement et de conseil financier Affentranger Associates SA (AASA), dont il était managing partner depuis 2011. Il avait rejoint la boutique helvète après être passé successivement chez Deutsche Bank, Oaklins Germany et Alantra. Ce professionnel du M&A et son équipe sont rejoints par Thomas Ellenberger, lui aussi spécialisé dans le conseil financier : après avoir travaillé chez McKinsey, Stepstone et Rasini Fairway Capital, il a fondé sa propre société SBDS (Swiss Business Development Services).

Le nouveau bureau de Zurich de Capitalmind s'ajoute donc à ses implantations en Allemagne, au Benelux, en France et en Scandinavie. La banque d'affaires spécialisée sur les opérations smidcap dans les secteurs des services aux entreprises, de la consommation, de l'agroalimentaire, de la santé, de l'industrie et des TMT a aussi noué un partenariat avec le britannique Investec en 2018, étendu l'année dernière à l'américain BlackArch. À eux trois, ils optimisent ainsi leur accès aux différents marchés de la planète et leurs expertises sectorielles. Ces trois partenaires représentent plus de 300 professionnels des fusions-acquisitions.

E.L.L.