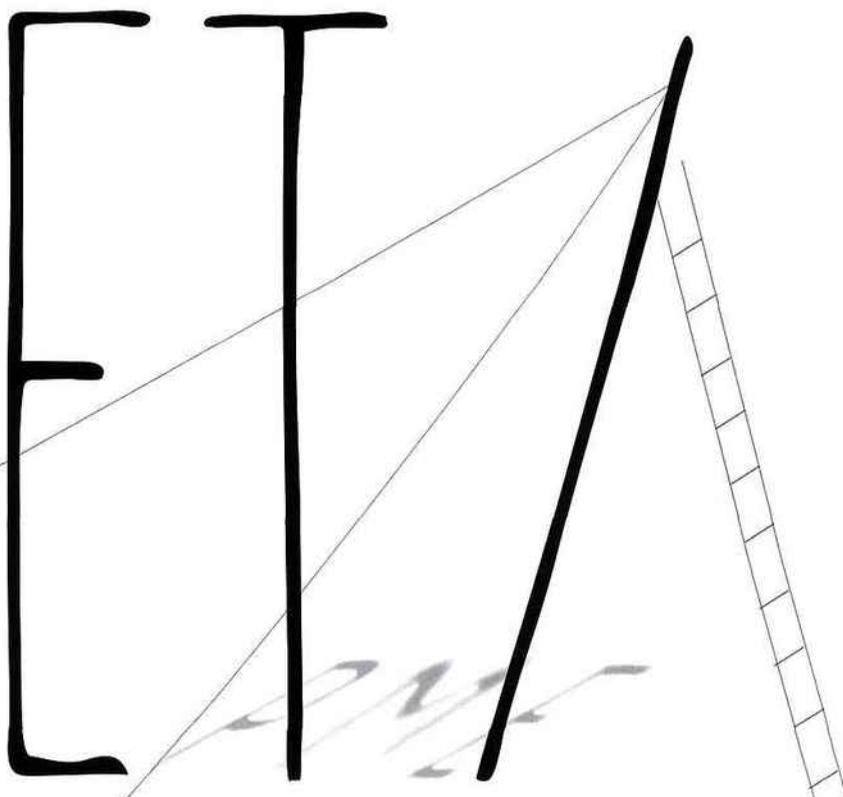




L'ENQUÊTE

LBO SMALL RETOUR VERS LE F

Souvent considéré comme une rampe de lancement vers le mid cap, le capital transmission ciblant les PME valorisées moins de 30 millions d'euros peut être appréhendé différemment. Le small cap reprend les formes du capital investissement français originel. Private Equity Magazine a enquêté sur ce segment de marché, une plongée dans la genèse du métier et une découverte des ETI de demain.





CAP : L'UTUR

VÉRITABLE ENGRAIS PERMETTANT AUX PME

de pousser pour devenir des ETI, le LBO small cap est le chaînon manquant du «Mittelstand» français. Le tissu économique tricolore compte trois fois moins d'entreprises de taille intermédiaire (de 251 à 5 000 salariés) que l'Allemagne et deux fois moins que l'Italie. Mais la France regorge de petites et moyennes entreprises (de 10 à 250 salariés) : elles seraient 90 828 dans le secteur marchand non agricole, selon les chiffres 2013 de l'Insee. Et parmi celles-ci, 4 100 ont été cédées à un investisseur tiers en 2014, d'après une étude de l'observatoire CNCFA (Compagnie nationale des conseils en fusions et acquisitions) Epsilon. Les opportunités de deals sont donc incommensurables pour les fonds d'investissement. Mais les PME ont elles aussi à gagner avec l'aide et l'apport financier de ces derniers pour rejoindre le club des 5 000 ETI françaises. Exclusive Networks (réseau, sécurité et stockage des données) illustre parfaitement cet enrichissement mutuel. La société est initialement accompagnée en capital développement par Edmond de Rothschild Investment Partners (EdRIP), qui lui apporte 3 millions d'euros en 2007 alors qu'elle réalise 14 millions d'euros de chiffre d'affaires. Trois ans plus tard, en 2010, Omnes organise son LBO pour une trentaine de millions d'euros, l'entreprise génère alors 82 millions d'euros de revenus. Après une augmentation de capital et des build-up, Exclusive Networks repart dans un deuxième LBO en 2015 avec Cobepa et Société Générale Capital Partners, qui la valorisent 350 millions d'euros. Entre-temps, elle est devenue une ETI présente à l'international et au chiffre d'affaires de 627 millions d'euros.

INTERPERSONNEL

L'histoire est belle pour la société comme pour les fonds – Omnes s'est vu retourner 4,8 fois sa mise – et elle n'est pas unique. Le cas d'IMV Technologies, qui est passé de 35 millions d'euros de valorisation à 130 millions entre 2007 et 2014 grâce à plusieurs socié-

« LES MULTIPLES SONT PARFOIS TRÈS IMPORTANTS, CE QUI NOUS PERMET, MÊME SUR DES PÉRIODES LONGUES, DE DÉGAGER DES TRI SUPÉRIEURS À 15%. »

STÉPHANE ROY,
MEMBRE DU
DIRECTOIRE,
SOPROMECC



tés de gestion, est tout aussi emblématique. Mais le capital transmission consacré aux petites valeurs, ou ses dérivés comme le MBI (voir encadré page 23), est un métier à part entière, comme le confirme Thomas Hamelin, en charge de la boutique M&A small cap Easton Croissance : « Le monde du small cap est très différent de celui du mid cap. Les fonds et les entreprises sont moins parisiens, il y a une mobilité supérieure, et il faut se déplacer et s'adresser aux PME avec des équipes spécialisées. » L'aspect relationnel est exacerbé (voir entretien page 27), « l'approche est plus business, explique Nicolas Rostand, associé chez Ciclad. Les entre-

prises, souvent familiales, sont moins structurées et avec des outils financiers plus limités. Dans certains cas, le seul élément financier tangible sur lequel nous pouvons nous appuyer est la sortie annuelle du bilan. C'est donc le dirigeant, qui, lui, connaît bien sa société, le plus à même d'apporter des informations. »

SIMPLICITÉ

Cette spécificité propre aux petites PME change fondamentalement l'approche des transactions. « Il y a un accès direct aux dirigeants lors des due diligences, quand il y en a, ce qui redonne un peu d'«humain» aux processus transactionnels, détaille Thierry Dartus, directeur national Transaction Advisory Services en charge du secteur Capital Investissement chez Grant Thornton. Les process sont moins structurés et ils peuvent être plus compliqués car les conseils, comptables et avocats, des entreprises cibles ne sont toujours pas des experts de la transaction – ce qui a pour conséquence le déploiement de plus de pédagogie, auprès du vendeur et de ses conseils, pour expliquer la structuration du montage juridique et financier et le recours à des montages moins



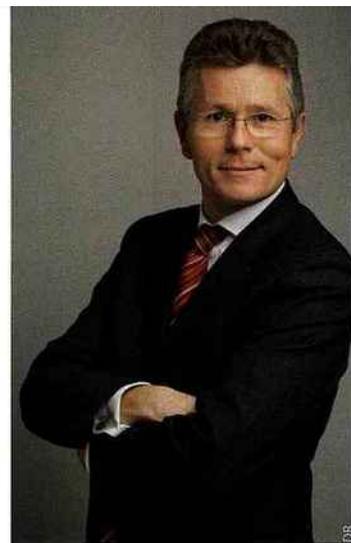
sophistiqués. » Le segment de marché se différencie donc du mid et du large par la simplicité de la structuration des opérations. L'ingénierie fiscale et juridique des deals qui a donné naissance aux doubles luxco et consorts y est limitée. Les montages se rapprochent du private equity originel : ils sont simples, et ce, pas seulement parce que les conseils sont moins perfectionnés, mais aussi parce que les financements sont plus classiques et que la complexité effraie les dirigeants de ces PME. « Dans la majorité des cas, les transactions impliquent les créateurs des entreprises, selon Jean-Bernard Meurisse, président d'Initiative & Finance. Il faut éviter le choc culturel, gagner la confiance et être pédagogue. La question du taux de détention du capital est primordiale, il faut s'appuyer sur des montages compréhensibles avec des leviers mesurés s'appuyant sur des tranches A de dette senior remboursables. » Le LBO mené par Céréa Partenaire et Unexo sur l'entreprise bretonne de petit matériel de cuisson Krampouz en est le parfait exemple. En effet, la dette d'acquisition a été apportée par une banque régionale, le Crédit Agricole du Finistère.

PRIMAIRE

Peu d'unirtranche et de mezzanine, des deals à l'intermédiation faible et aux due diligences plus rares et moins fournies. Voilà des points différenciants, mais ils ne sont pas seuls. Les multiples d'acquisitions sont légèrement inférieurs au mid cap,

« LA QUESTION DU TAUX DE DÉTENTION DU CAPITAL EST PRIMORDIALE, IL FAUT S'APPUYER SUR DES MONTAGES COMPRÉHENSIBLES AVEC DES LEVIERS MESURÉS S'APPUYANT SUR DES TRANCHES A DE DETTE SENIOR REMBOURSABLES. »

JEAN-BERNARD MEURISSE,
PRÉSIDENT, INITIATIVE & FINANCE



MBI : opération à risque pour deuxième vie

“Trouver un bon repreneur pour un MBI est une vraie problématique pour les fonds d'investissement, notamment small cap.”

Thomas Hamelin, en charge de la boutique M&A small cap, Easton Croissance

d'euros de chiffre d'affaires en 2007 à 42 millions d'euros en 2011 lors du LBO2 avec Syntegra Capital, puis 50 millions avec le MBO de 2014 mené par trois fonds d'investissement. C'est cette seconde partie de l'histoire, avec la croissance débridée, qui incite les fonds à courir le risque du buy-in. Ce que Stéphane Roy, membre du directoire de Sopromec, confirme : « La particularité des MBI est que nous constatons souvent un fort développement post-reprise avec un doublement d'activité très courant. »

L'art et la manière

Dans le jeu de la reprise avec un dirigeant entrant, deux écoles s'affrontent. L'une cherche des sociétés en vente et trouve ensuite le bon manager. Les fonds doivent donc s'appuyer sur leur réseau ou celui des M&A. « Nous comptons un vivier, constamment mis à jour, de 150 à 200 managers qui cherchent à reprendre des entreprises », assure Philippe Guézenc, managing director d'Easton Corporate Finance. L'autre école ne considère que les projets portés par des dirigeants. « Les repreneurs viennent nous voir car ils ont ciblé une entreprise, mais ils ont besoin de fonds propres et de crédibilité auprès des banques, détaille Stéphane Taunay, président du directoire de Sopromec. Ces sociétés sont généralement en fin de cycle et gérées de manière intuitive par leur dirigeant-fondateur. L'arrivée de sang neuf redynamise généralement l'activité, avec un nouveau cycle qui s'enclenche dans les cinq premières années. »

À noter que le MBI peut aussi prendre la forme d'un BIMBO avec un fondateur qui assure la transmission et la pérennisation de l'entreprise, comme dans le cas d'Eurogiciel, en mars 2015. EdRIP, en investissant 15 millions d'euros, a pris plus de 60 % du capital de l'entreprise d'ingénierie aéronautique, et a assuré sa transmission en s'associant à un repreneur, à trois managers de la société et au fondateur qui, lui, réinvestit en minoritaire.

Les managements buy-in refroidissent certains fonds, qui jugent ces opérations complexes et plus périlleuses que les buy-out du fait de l'inclusion d'un nouveau dirigeant. « Trouver un bon repreneur pour un MBI est une vraie problématique pour les fonds d'investissement, notamment small cap, constate Thomas Hamelin, en charge de la boutique M&A small cap d'Easton Croissance. Ces PME sont souvent marquées par l'empreinte de leur dirigeant, et la greffe d'un nouveau patron ne prend pas toujours. » Le premier MBI sur Olly Gan (prêt-à-porter) en 1990 avec 3i a été un échec, puisque l'entreprise a déposé le bilan en 1996 mais, onze ans plus tard, un deuxième MBI mené par LBO France s'est, lui, mué en succès. En effet, la marque est passée de 27 millions



« Les transactions se font souvent de gré à gré, avec peu de processus d'enchères, précise Philippe Guézenc, managing director d'Easton Corporate Finance. Les belles valeurs peuvent sortir à des valorisations élevées, mais nous constatons malgré tout une petite décote due à la taille. » Le niveau de valorisation prend également en compte la fragilité des entreprises et le nombre supérieur de deals primaires. « Si le small cap est globalement plus rentable que le mid ou le large, il comporte un taux d'échec supérieur car les PME sont moins structurées et plus volatiles, détaille Jean-Bernard Meurisse. Il n'est pas rare qu'Initiative & Finance perde de l'argent sur un investissement, mais il nous arrive aussi régulièrement de sortir avec des multiples supérieurs à trois ou quatre. Je dirais que la proportion de deals primaires est supérieure à 50 %. » À noter que les opérations primaires font souvent référence au premier LBO, puisque bon nombre d'entreprises ont d'abord été soutenues en venture ou capital développement. L'OBO récemment mené par Bpifrance sur Bretagne Télécom est un bon exemple. L'entreprise spécialisée dans les services télécoms, qui génère 8 millions d'euros de chiffre d'affaires, avait précédemment été financée par le fonds Ovest Ventures de Go Capital.

TRANSFORMATIONS

De fait, les deals primaires nécessitent d'importantes transformations. En small cap, les cédants sont la plupart du temps des actionnaires familiaux, et parfois des corporates à l'occasion de carve-out, à l'instar d'EuropNet (services de nettoyage haut de gamme) sortie du groupe Samsic en octobre 2014 par EdRIP et le management pour une valorisation comprise entre 20 et 30 millions d'euros. Ces opérations nécessitent d'importantes structurations, d'abord financières avec l'instauration de reportings structurés et l'arrivée d'un directeur financier ou d'un comptable en mesure d'assumer des analyses poussées, et mana-

« IL Y A UN ACCÈS DIRECT AUX DIRIGEANTS LORS DES DUE DILIGENCES, QUAND IL Y EN A, CE QUI REDONNE UN PEU D'"HUMAIN" AUX PROCESSUS TRANSACTIONNELS. »
THIERRY DARTUS, DIRECTEUR NATIONAL TAS EN CHARGE DU SECTEUR CAPITAL INVESTISSEMENT, GRANT THORNTON



« LORS D'OBO, L'ENTRÉE D'UN FONDS AU CAPITAL LIBÈRE GÉNÉRALEMENT DU TEMPS, DE L'ENVIE, DES MOYENS FINANCIERS ET ANALYTIQUES POUR LANCER DE NOUVEAUX PROJETS. »
NICOLAS ROSTAND, ASSOCIÉ, CICLAD

gérales avec la nomination d'un directeur général ou le renforcement des fonctions commerciales. Mais les deals secondaires small cap sont souvent aussi très transformants, car les PME ne peuvent – pour la plupart d'entre elles – pas assumer l'ensemble des chantiers de mutation en un cycle d'investissement de quatre à sept ans. Nicolas Rostand, de Ciclad, confirme : « La croissance externe est un gros changement pour une PME. Tout comme la projection sur de nouveaux marchés. Lors d'OBO, l'entrée d'un fonds au capital libère généralement du temps, de l'envie, des moyens financiers et analytiques pour lancer de nouveaux projets. Par exemple, lors de l'OBO que nous avons mené sur Copac en 2010 [location de matériel de chantier, NDLR], la société a réalisé deux opérations de croissance externe et ouvert deux agences. » Thierry Dartus énumère les différentes étapes de la transformation : « Le premier point est stratégique. L'équipe d'investissement apporte un éclairage nouveau sur la vision du marché de l'entreprise. Ensuite, le fonds essaie de renforcer le management pour équilibrer la hiérarchie décisionnelle. Après, il y a la mise en place d'outils financiers permettant un meilleur pilotage de l'entreprise pour créer de la valeur et anticiper les dérives. Enfin, ils apportent l'expertise en termes de fusacqs pour les build-up et pour l'optimisation, notamment dans la négociation avec les banques. »

DÉSINVESTISSEMENT

Une fois ces changements opérés, lors d'une ou plusieurs opérations de capital transmission, les entreprises franchissent un cap. Entre-temps, leur valorisation gagne un à deux tours d'Ebitda par transaction, monétisant le travail et le risque pris par les fonds d'investissement. La typologie des sorties est, elle aussi, un peu différente entre le small et les autres segments de marché. Les IPO



ENTRETIEN

Philippe Lebon, président de BEST, société de production, distribution, maintenance et location de matériel pour la dépollution, en général, et le désamiantage, en particulier.

UN AUTRE REGARD SUR LE LBO

PEM : Pourquoi avoir choisi Initiative & Finance pour le MBI sur BEST en 2011 ?

Philippe Lebon : Diplômé en droit des affaires, j'ai travaillé pendant plusieurs années dans une société familiale que j'ai quittée en 2009, suite à un conflit entre actionnaires sur la définition de la stratégie. J'ai alors activé mes réseaux bancaires pour trouver une entreprise susceptible d'être rachetée. Cela m'a permis de me rapprocher de BEST, qui fabrique et distribue du matériel pour travaux de désamiantage. Mes banquiers m'ont mis en relation avec des fonds ; j'en ai rencontré plusieurs pour, au final, retenir Initiative & Finance. Les entretiens avec les investisseurs sont primordiaux car ils mettent en avant les rapports humains. Au-delà de l'aspect relationnel, le management package et l'implication actionnariale sont aussi des facteurs déterminants dans la décision. Au vu du projet de reprise et de mon patrimoine, je ne pouvais être que minoritaire, mais je ne voulais pas d'un actionnaire majoritaire qui s'immiscerait quotidiennement dans la stratégie que j'insufflerais à l'entreprise.

PEM : Vous avez donc repris BEST lors d'un MBI aux côtés d'Initiative & Finance en 2011. Comment avez-vous vécu la cohabitation avec ce fonds d'investissement ?

P. L. : C'était la première fois que je travaillais

avec une société de gestion, mais le multiple d'acquisition aussi bien que la dette senior contractée m'ont paru satisfaisants. En 2011, l'entreprise réalisait 12,5 millions d'euros de chiffre d'affaires et employait 29 salariés. La première année a été compliquée, avec beaucoup de choses à mettre en place. J'ai par exemple pris la décision de me séparer d'un des commerciaux de l'entreprise présent depuis plusieurs années. C'était une décision indispensable mais risquée. J'ai beaucoup échangé avec Initiative & Finance, ils ne m'ont jamais imposé aucun de leurs choix sur ce sujet comme sur les autres, mais m'ont apporté des conseils. Avoir un fonds d'investissement dans son actionariat permet donc de rompre avec l'isolement du dirigeant. Par ailleurs, le pilotage d'une entreprise à vue n'a plus sa place aujourd'hui. Les outils financiers qu'ils m'ont apportés sont, en ce sens, très intéressants. Chaque mois, nous avions des reportings pour mesurer les performances des équipes, des services, de l'activité de l'entreprise... C'est du temps, de l'énergie et des ressources, mais nous permet d'avancer plus vite et plus sereinement. Grâce à ces évaluations, nous connaissons notre marge de manœuvre, et avons pu ouvrir sereinement des agences ou des filiales à Lyon, Paris, en Suisse ou en Asie, par exemple.

PEM : Et ensuite, comment avez-vous négocié la sortie ?

P. L. : Toute l'intelligence du partenariat a été de gérer les éventualités avant qu'elles n'arrivent. J'avais passé un « gentlemen agreement » avec Initiative & Finance : quand BEST serait en mesure de rembourser la dette d'acquisition, le fonds devrait sortir. Trois ans et demi après le MBI, je leur ai rappelé cet accord oral et ils ont validé la démarche. Nous nous sommes orientés vers un LBO secondaire, et Arnaud Mendelsohn, qui était en charge de l'investissement pour Initiative & Finance, s'est rattaché à mon avis, même s'il y a eu des négociations. J'ai toujours eu le même interlocuteur chez Initiative & Finance. Cette stabilité des équipes est un vrai plus pour un dirigeant. J'ai réinvesti dans le deuxième buyout avec Weinberg en 2014, et j'ai souhaité associer des collaborateurs, pour qu'ils entrent eux aussi dans le capital. C'est une réflexion qui est permise par la présence d'un fonds, et on se rend compte que partager l'actionariat est un bénéfice et non une perte. Le multiple d'acquisition a progressé parce que l'entreprise s'est bien développée. BEST réalise désormais 18 millions d'euros de chiffre d'affaires et nous comptons 44 salariés. L'expérience de cette collaboration est une vraie réussite : nous avons créé de la valeur et des emplois. Je conseille donc aux chefs d'entreprise de se rapprocher de fonds. Car s'ils pâtissent souvent d'une image négative, ils sont un véritable atout pour le développement et la profitabilité des sociétés.

sont plus rares, avec un accès au marché généralement réservé aux valeurs moyennes et grandes depuis la crise. Mais les PME small cap sont plus spontanément des cibles de plus grandes sociétés, comme c'est le cas pour le build-up de juin 2015 du spécialiste de l'aménagement intérieur Sogal (Qualium Investissement et UI Gestion) sur l'entreprise Agem accompagnée par Sodero Gestion et Ouest Croissance, qui avaient investi 3,8 millions d'euros lors d'un MBO en 2013.

Parmi les autres portes de sortie, « différents scénarios sont possibles. Le dirigeant peut reprendre les parts, ou l'entreprise redynamisée peut intéresser des industriels ou d'autres fonds, small ou mid, explique Stéphane Taunay, président du directoire de Sopromec. Dans le premier cas, la vente se fait généralement sur le même multiple, mais dans la deuxième configuration, le changement de périmètre se traduit souvent par une hausse de valorisation. » La contrepartie de cette progression de la valeur se trouve dans la durée de détention, généralement plus longue. En effet, les offres préemptives et l'accélération de la rotation des

participations constatée sur le mid sont moins courantes en small cap. Stéphane Roy, membre du directoire de Sopromec, constate : « Les multiples sont parfois très importants, ce qui nous permet, même sur des périodes longues, de dégager des TRI supérieurs à 15 %. » Un rendement qui récompense un travail de fond, spécifique au small cap et proche des débuts du private equity français dans sa nature. Un travail qui sert aussi à faire émerger des champions français, comme Amplitude Surgical. Cette dernière est soutenue dès 2004 par Initiative & Finance avec un investissement de 4 millions d'euros, alors que l'entreprise spécialisée dans l'orthopédie pour les membres inférieurs ne réalisait que 20 millions d'euros de chiffre d'affaires. Après plusieurs buy-out, dont le dernier avec Apax, la société s'est cotée sur le compartiment B d'Euronext Paris, levant ainsi 100 millions d'euros pour une valorisation supérieure à 230 millions.

Il est souvent dit que la France manque d'ETI, mais une autre manière de formuler le problème serait de dire que la France manque de fonds small cap. ■

Thomas Loeillet