PRIVATE EQUITY SMALL CAP ET MID CAP : EXISTE-IL ENCORE DES DIFFÉRENCES ?

par Guillaume Hoppenot, Directeur de Mission,
et Jean-Christophe Coblence, Senior Advisor,
In Extenso Finance & Transmission

In Extenso
Finance & Transmission

Guillaume Hoppenot

Jean-Christophe Coblence

Le private equity ou capital-investissement, qui concerne les sociétés non cotées, peut se concrétiser de différentes façons en fonction de l'objectif visé : financer le démarrage d'une nouvelle activité, assurer son développement et sa croissance, accompagner la transmission ou encore aider au redressement d'une entreprise. A ces enjeux divers répondent plusieurs types de solutions de financement : capital innovation, capital développement, capital transmission, capital retournement...

La crise financière de 2008 ayant entraîné une pénurie de dossiers sur le segment des ETI ou « mid caps », (de surcroit, les perspectives de rendement sur un segment moins bataillé) la dernière décennie a vu un nombre croissant d'acteurs en investissement se tourner vers celui des PME ou « small caps » (entreprises de moins de 250 salariés et moins de 50 M€ de chiffre d'affaires). Si beaucoup de fonds se sont depuis redirigés vers le « mid and large cap », on dénombre aujourd'hui de très nombreux fonds

présents sur le segment de la PME. Il faut savoir que sur 811 transactions menées en France au 1er semestre 2018 (hors opérations en bourse), près de 60% impliquent un fonds d'investissement (dont un grand nombre avec des PME). En particulier, il est important de relever que toutes les catégories d'outils de financement sont maintenant disponibles pour les PME. Depuis les produits en capital, quasi capital (OC, etc.), mezzanine et/ou dette senior : le marché atteint petit à petit le même niveau de dispositifs que pour les ETI ou les plus grandes entreprises.

De plus, l'environnement économique porteur depuis 2016 a rehaussé fortement les valorisations. L'indice Argos Mid Market, présentant l'évolution des multiples moyens de valorisation, qui atteint un point haut en 2017, tire également la valorisation des PME. Aujourd'hui, on constate parfois que des fonds d'investissements valorisent des entreprises réalisant 20M€ de chiffre d'affaires avec des multiples de mid caps ! Même certains industriels, dont les synergies dans le cas d'acquisition « stratégique » semblent évidentes, n'atteignent pas un tel niveau de valorisation.

Cette évolution n'est pas sans conséquences dans le paysage de la transmission en France. L'intervention sur des deals de PME d'acteurs qui s'inspirent des pratiques du mid cap et la hausse des valorisations sur les deux dernières années entraînent une professionnalisation des processus, plus structurés et souvent plus complexes, comme le recours à des VDD (vendor due diligence) ou la mise en place au début du process de financement pré-packagés. Le nombre accru d'intervenants génère également une forte concurrence sur les dossiers, appuyée par la nécessité impérieuse pour chaque fonds de se démarquer au travers de montages plus sophistiqués avec plusieurs tranches de prêts, des management packages complexes, des pactes d'associés très détaillés, des mécanismes de rétrocession de plus-value, des cibles de build ups déjà identifiées, etc.

Autre conséquence de cette évolution, la présence autour de ces deals d'une constellation de conseils aux compétences diverses. Une configuration longtemps réservée aux dossiers plus significatifs en taille.

Enfin, avec la récente disparition des fonds ISF, on constate que les fonds orientés PME font preuve d'une implication accrue et d'une ferme volonté de maîtriser la croissance de leur acquisition et de sécuriser leur TRI.

Parallèlement, et en toute logique, les acteurs bancaires ont eux aussi apporté aux deals small caps des modes de gestion inspirés des segments supérieurs : multiplicité des intervenants (pool bancaire) et structure complexe de la dette sont ainsi désormais la marque des opérations de capital investissement auprès des PME.

Cette évolution, qui a pour conséquence un processus de gestion de la transaction plus lourd et des délais rallongés, met en lumière le besoin d'animer au plus près ce même processus afin de le faire avancer. C'est d'ailleurs précisément l'un des rôles du conseil en fusion-acquisition !

C'est aussi, à l'occasion, de ces opérations de capital investissement qu'il faut mettre en place les actions d'accompagnement pour structurer et faciliter les opérations de croissance externe (« build up »). Là aussi, le rôle du conseil en fusion-acquisition est souvent moteur.

On le voit, le paysage du segment des PME / « small caps » en matière de capital investissement a beaucoup évolué. Cet environnement est devenu plus technique, plus complexe, et il est aujourd'hui difficile de s'y lancer seul - ce qui était encore parfois possible dans un passé récent.

Pour le chef d'entreprise small cap, être entouré - et bien entouré – n'est plus qu'un confort mais souvent une nécessité pour faire aboutir l'opération.