SEARCH FUND, « UN MODÈLE VERTUEUX BASÉ SUR L'ENTREPRENARIAT ET LA CONFIANCE »

Entretien avec Philippe Saussol, Président, Tethys

Lorsqu'il s'intéresse à la reprise d'entreprises, Philippe Saussol, ingénieur de formation, cherche un schéma innovant. Son projet consiste à « reprendre une PME à fort potentiel dans un secteur industriel de niche..., une entreprise avec une compétence spécifique dans un secteur peu concurrentiel et à forte valeur ajoutée ». Tethys s'inscrit parfaitement dans ce projet car cette entreprise possède une compétence spécifique rare et développe une technologie qui s'applique à un très large éventail de secteurs.

Acquise par Philippe Saussol, avec la participation de Definvest, le fonds du ministère des Armées géré par Bpifrance, et une dizaine d'autres investisseurs, la société Tethys - l'un des leaders français des applications pyrotechniques - est spécialisée dans la conception, le développement et la fabrication de composants et systèmes complexes exploitant l'énergie délivrée par la combustion de matériaux énergétiques (poudre, explosifs) et utilisés dans les domaines aussi bien militaires que civils. Créée en 2004, la société développe et fabrique des équipements et systèmes remplissant, entre autres, des fonctions dédiées à la protection des personnes et des biens et utilisant les techniques avancées de la pyrotechnie, de la micromécanique et de l'électronique. Ses domaines d'intervention sont variés : de la défense (produits embarqués) aux applications médicales, en passant par la protection incendie, les travaux spéciaux, les sports extrêmes ou la sûreté nucléaire.

« Lorsqu'on parle de la pyrotechnie, on pense surtout aux feux d'artifice », sourit Philippe Saussol, le nouveau Président. Tethys fabrique des pyromécanismes en utilisant une source d'énergie générée par la combustion de matériaux à haut potentiel énergétique pour la mettre au service de différentes fonctions, parfois surprenantes, comme, par exemple, les systèmes d'injection sans aiguille dans le domaine médical. La défense et l'aérospatial sont deux autres

importants domaines d'application car « la pyrotechnie permet de développer une puissance imbattable et offre une grande fiabilité, tout en garantissant la robustesse du système ». Le système de pyrotechnie industrielle le plus connu est l'airbag automobile mais Tethys n'est pas présent sur ce marché. « Nous faisons principalement du sur-mesure. Tethys est à la fois un bureau d'études, un laboratoire d'essais et un atelier de production. Nous fabriquons généralement de petites et moyennes séries. Tethys est un intégrateur : nous travaillons avec un grand nombre de sous-traitants qui fournissent des pièces sur plan », explique le dirigeant.

Son parcours pour arriver à la tête de Tethys commence fin 2018 lorsqu'il décide de monter un search fund, un modèle tout nouveau en France mais qui existe depuis une trentaine d'années déjà aux Etats-Unis. « Ce modèle a été créé en 1984 et représente un moyen d'entrepreneuriat par acquisition », précise Philippe Saussol. Certains fonds d'investissement font venir un nouveau management, notamment lors d'une opération de MBI. « L'idée du search fund est de commencer la démarche par l'entrepreneur. C'est lui – le porteur du projet de reprise – qui va convaincre une dizaine d'investisseurs de l'accompagner dans sa recherche de la cible, puis dans l'acquisition et la gestion de l'entreprise », résume notre interlocuteur. « L'entrepreneur peut ainsi lever un search fund pour financer la recherche professionnelle de cible pendant une période déterminée. En général, ce premier fonds atteint 300.000-400.000 euros, suivant la durée de la recherche. Les investisseurs, qui investissent chacun un ticket compris entre 20.000-40.000 euros, ont le droit (non l'obligation) d'investir par la suite dans l'acquisition, si elle leur plaît. Lorsque l'entrepreneur trouve sa cible et arrive à convaincre la majorité des investisseurs, l'investissement du départ est automatiquement transformé en equity, avec un step-up généralement de 50%, en rémunération du risque pris lors de l'investissement initial. En général, les investisseurs qui décident d'accompagner l'acquisition, rachètent leurs parts à l'investisseur ne souhaitant pas rester dans le deal. Cependant, les investisseurs prennent le risque que le searcher ne trouve pas de cible adéquate auquel cas ils perdent leur mise initiale », détaille Philippe Saussol.

Le fait de gérer une dizaine d'investisseurs dans un deal pourrait représenter une autre difficulté de ce modèle. Cependant, « cet aspect est bien géré par le search fund car il existe un cahier de charges bien détaillé sur le mode de fonctionnement, la philosophie, le pacte d'actionnaires, le mode de rémunération du manageur, son accès au capital, etc. fort d'une expérience de plus de 30 ans, le modèle étant né en Californie en 1984 aux Etats-Unis. Ce système garantit un alignement parfait des intérêts de tous les investisseurs et du manageur. C'est une des principales raisons du succès du search fund qui affiche des retours sur investissement bien supérieurs à ceux que l'on a l'habitude de voir dans le private equity. Ce modèle permet aux investisseurs d'apprendre à connaître l'entrepreneur durant toute la phase de recherche et donne à l'entrepreneur la possibilité d'accès à des réseaux multiples et variés offerts par ses investisseurs. C'est un modèle vertueux basé sur l'entreprenariat et la confiance », souligne le manager.

Tout s'enchaine très vite pour Philippe Saussol, qui a eu l'opportunité de se positionner sur le deal Tethys avant même d'avoir closé son search fund. En février 2019, le conseil du cédant – Cabex Transmission – lui présente la

cible. « Très rapidement, j'ai eu un coup de foudre pour Tethys. J'ai visité l'entreprise, rencontré le directeur adjoint, également prêt à investir ... ». Quant au cédant, « le search fund l'a séduit par son côté entrepreneurial de transmission d'homme à homme ».

C'est à ce moment que Philippe Saussol décide de contacter Definvest. Son principal problème : en France, les investisseurs expérimentés dans le modèle search fund sont à ce jour inexistants. Les investisseurs français ne connaissent tout simplement pas ce modèle. « J'ai décidé de présenter le projet au fonds Definvest de Bpifrance qui a pu valider le caractère stratégique de Tethys », explique l'entrepreneur.

Philippe Saussol rencontre Alexis d'Hérouville à qui il présente le modèle du search fund et qui s'y intéresse. « Son envie d'innovation, son ouverture d'esprit, l'envie de soutenir un entrepreneur français et de rentrer au capital d'une entreprise stratégique pour l'industrie de la défense font que Bpifrance décide de participer pour la première fois au modèle search fund. La présence de Bpifrance permet de renforcer l'actionnariat français de Tethys », commente notre interlocuteur.

L'acquisition de Tethys, dont le chiffre d'affaires 2019 atteint 3,5 millions d'euros, a été réalisée par le search fund P Saussol Transmission pour un montant compris entre 5 et 10 millions d'euros, avec un ratio de leverage de l'ordre de 60% de dette.

Rappelons ici qu'en France, la première acquisition selon le modèle search fund avait été conclue en juin 2019 (société Performer CNC).

Le rachat de Tethys a été finalisé le 28 février 2020, juste avant la déclaration de la guerre sanitaire par le gouvernement français.

Aujourd'hui, Tethys a trois axes principaux de création de valeur : « Premièrement, nous souhaitons grandir avec nos clients, approfondir la relation de confiance qui existe entre nous, notamment par la mise en place de contrats de partenariat stratégique. La diversification sectorielle représente le deuxième grand axe de développement. Aujourd'hui, nous sommes sollicités pour un grand nombre de projets innovants, comme l'extinction de feux de forêts ou la protection anti-vol de véhicules... Les applications possibles de nos technologies sont très larges. Le troisième axe de création de valeur, c'est l'international où Tethys réalise aujourd'hui moins de 10% de son CA. Ce développement peut passer par des build-ups ». Le groupe envisage notamment de se développer en Angleterre, en Italie, en Espagne et dans les pays nordiques. « Tous les investisseurs qui sont autour de la table ont la capacité de ré-investir à minima le montant qu'ils ont investi dans Tethys pour une deuxième acquisition, si l'occasion se présente », confie Philippe Saussol. « Mais la priorité aujourd'hui c'est de développer Tethys, d'asseoir ses compétences techniques et de structurer sa démarche commerciale », souligne le search funder.

Très courageuse, sa démarche ne reste pas isolée. Trois nouveaux search funds ont été créés cette année en France et plus d'une dizaine de personnes sont à un état avancé de réflexion. Pourtant, il est extrêmement difficile de faire changer les mentalités. Pour ce faire, il faut tout d'abord faire connaître le modèle et offrir aux nouveaux searchers français le soutien nécessaire, qui existe d'ailleurs déjà grâce à une forte communauté internationale. Un site américain répertorie tous les search funds dans le monde. Dans de nombreux cas, les anciens search funders deviennent par la suite investisseurs dans de nouveaux search funds.

« Petit à petit, les mentalités vont changer et les investisseurs seront convaincus par le côté vertueux de ce modèle », conclut Philippe Saussol.

MINISTÈRE DES ARMÉES
Liberté
Égalité
Fraternité

bpifrance

« CE DOSSIER NOUS A PARU INTÉRESSANT, STRATÉGIQUE POUR DEFINVEST »

©Bpifrance

Entretien avec Alexis d'Hérouville, directeur de participations, Bpifrance Investissement

Fusions & Acquisitions Magazine : Par quel biais ce dossier est-il arrivé chez Bpifrance ? Pourquoi avez vous décidé de soutenir le projet de Philippe Saussol ?

Alexis d'Hérouville : Ce dossier est arrivé grâce à un contact direct. Compte tenu du secteur d'activité de Tethys, l'investisseur dans ce dossier est le fonds Definvest, créé par le ministère des Armées et Bpifrance pour soutenir les PME stratégiques dans le domaine de la défense, avec comme souscripteur la DGA. Definvest associe la compétence de la DGA dans le domaine de la Défense et le savoir-faire de Bpifrance auprès des PME : ainsi, lorsqu'un dossier arrive, la DGA valide son caractère stratégique pour l'industrie de la défense, puis nous analysons les aspects financiers de valorisation et de montage de la transaction.

Philippe Saussol a souhaité faire entrer Definvest au capital car la société réalise une part importante de son activité dans le secteur de la défense. Ce dossier nous a intéressé car il est stratégique pour le secteur. C'est le critère clé pour nous, notre thèse d'investissement. Nous avons été également été convaincus par la personnalité du dirigeant et par la formule du search fund.

Fusions & Acquisitions Magazine : Le modèle du search fund, nouveau en France, a t-il représenté au début un obstacle à la réalisation de cette opération ?

Alexis d'Hérouville : C'était le grand défi de ce dossier, très passionnant. Il a fallu comprendre et se persuader de la pertinence de ce montage, très atypique par rapport à ce que l'on pratique habituellement. Cela a nécessité un

travail patient et déterminé de pédagogie en interne pour faire comprendre l'intérêt d'une telle formule, qui - mise en application depuis de nombreuses années dans les pays anglo-saxons – donne de très bons résultats. Elle aligne en effet les intérêts de tous et assure une très grande cohésion entre le dirigeant repreneur et les actionnaires qui partent tous ensemble pour une aventure commune.

Fusions & Acquisitions Magazine : De votre point de vue, pourquoi cette forme d'acquisition n'était-elle pas utilisée en France jusque-là ?

Alexis d'Hérouville : Il y a probablement dans notre pays une certaine inertie à l'innovation en matière de finance, avec un peu plus d'aversion au risque que chez les Anglo-Saxons. Cette formule présente le risque de reprise en MBI mais accentué encore par le fait que les investisseurs ne détiennent pas 100% du capital : en effet, l'intéressement du manager se fait progressivement, en 3 tranches, pour lui donner in fine accès à 20-25% du capital si tout s'est bien passé. Je pense néanmoins que le modèle des search funds va se développer de plus en plus en France.

Fusions & Acquisitions Magazine : Quel a été le montage de l'opération Tethys pour Definvest ?

Alexis d'Hérouville : D'une façon générale, le modèle search fund se constitue avec des personnes physiques et des business angels qui investissent dans plusieurs search funds constitués chacun par un repreneur (le searcher), qui les a convaincus de la pertinence de son profil. Ainsi, l'investisseur en search fund peut diversifier son risque. Les investisseurs sont prioritaires pour devenir actionnaires de la cible à reprendre. Dans le dossier Tethys, Definvest est entré une fois la cible trouvée en tant que fonds sectoriel spécialisé, à la demande du repreneur et avec l'accord de tous les autres actionnaires qui avaient abondé le search fund. Le dossier Tethys nous a paru intéressant, stratégique pour Definvest. Nous avons été très bien accompagnés par le cabinet d'avocats Renault Thominette Vignaud & Reeve pour mener à bien cette démarche, que nous trouvions à la fois novatrice et pertinente.

Fusions & Acquisitions Magazine : En quoi le mécanisme du search fund a t-il été nouveau pour vous en tant qu'investisseur ?

Alexis d'Hérouville : Le mécanisme du search fund a été très nouveau pour nous. Il prévoit un intéressement du repreneur très intelligemment conçu et bien plus généreux que les managements package traditionnels. Il est en effet convenu que le manager se voit attribuer trois tranches de capital (en général, de 8% chacune). La première tranche représente la contrepartie de son investissement de recherche car il a passé une ou deux années de sa vie à identifier une cible, ce qui représente un engagement fort dans une carrière. La seconde tranche est attribuée au dirigeant selon un vesting de temps, s'il reste à la tête de l'entreprise pendant un certain nombre d'années. (Dans l'hypothèse où le dirigeant ne fait pas l'affaire, les actionnaires peuvent le révoquer ad nutum). A la sortie, le dirigeant peut enfin se voir attribuer 8 autres % du capital, selon les critères de rendement déterminés en amont par le manager et les investisseurs (« vesting de rendement »).

Les investisseurs accompagnent le repreneur dans sa négociation et dans les due diligences qu'il doit réaliser pour acquérir sa cible. Ils sont nombreux, ce qui permet de démultiplier les expériences autour de la reprise. Le repreneur est fortement incité à développer la création de valeur de la société, car il sait qu'il aura une tranche de 8% supplémentaires si celle-ci est vendue dans de bonnes conditions. J'ajoute enfin que ce mécanisme permet à des profils plus jeunes, qui n'ont pas forcément d'argent à investir, de se positionner en tant que repreneur, alors que le profil classique est plutôt « quadra-quinqua »... Enfin, la recherche se fait sereinement et sans précipitation car le repreneur touche un salaire grâce aux fonds récoltés dans le search fund.

Fusions & Acquisitions Magazine : Quelles sont les perspectives pour le modèle search fund en France ?

Alexis d'Hérouville : Je pense que cette forme d'investissement va se développer d'abord parmi les business angels, les family offices, les petits fonds puis les fonds institutionnels qui vont créer des fonds de search fund avant probablement d'y investir eux-mêmes en direct.

LE SEARCH FUND : UNE NOUVELLE PHILOSOPHIE D'INVESTISSEMENT

par Ariane Olive,
Avocat associé, Spark Avocats

SPARK
AVOCATS

Montage novateur adapté à la reprise small cap, le search fund offre, au travers d'une philosophie a priori très étrangère à celle du private equity « classique », un modèle de gestion de risques particulièrement pertinent pour les investisseurs, y compris dans l'instabilité de la conjoncture actuelle.

Un modèle novateur d'investissement

Conçu il y a bientôt 40 ans aux Etats-Unis, le modèle search fund repose sur un constat pragmatique digne de ceux dressés par nos acolytes anglo-saxons : nombreux sont les jeunes cadres sortis de MBA de prestigieuses universités, présentant de réels talents entrepreneuriaux mais insuffisamment dotés en fonds propres pour envisager une acquisition d'entreprise.

Cet état de fait a conduit à l'élaboration d'un modèle en deux phases : mentorer le searcher lors de sa phase de recherche de cible et financer cette recherche puis, une fois la cible identifiée et validée, lui permettre d'accéder, sans contrepartie financière, à une partie du capital du véhicule de reprise.

Comme l'expriment les investisseurs rompus à ce modèle d'investissement de façon très parlante : choisir un jockey, puis le laisser choisir sa monture, tout en l'accompagnant dans ce choix !

Et nous rajouterions : une fois le cheval identifié, aider le jockey à la mise en selle, puis l'accompagner (via un Board) dans le développement d'une saine et fructueuse relation avec sa monture qui lui permette de sauter des obstacles de plus en plus hauts et d'explorer des territoires non encore défrichés (à l'international notamment).

Le modèle est notamment basé :

- sur un principe cardinal de confiance placée dans le searcher ;
- sur un actionnariat très éclaté composé d'un nombre conséquent d'investisseurs (entre 15 et 20 en général) se répartissant des « units » et d'origines géographiques très variées ;

- sur un investissement en deux phases : très limité pour la phase de recherche (environ 350k partagés entre les investisseurs de façon égale ou non), puis plus conséquent sur la phase de financement de la cible.

Ce qui donne :

- En phase de recherche, un searcher très libre de conduire ses recherches et de s'appuyer à sa guise sur les compétences et expériences que son grand nombre d'investisseurs lui apportent. Cela se traduit par une documentation juridique très souple et très légère, notamment sur la partie pacte d'actionnaires.

- En phase d'acquisition puis de management de la cible et de ses hommes, un searcher entouré d'un Board, de son pool d'investisseurs le tout encadré dans une documentation juridique qui rejoint celle des deals LBO plus classiquement connus des investisseurs du Private Equity.

Un outil pertinent de gestion des risques

Pourquoi et comment affirmer que le search fund peut être un outil pertinent de gestion des risques de l'investisseur, alors que ce modèle repose sur un modèle de « vesting » du searcher qui lui donne droit, in fine, en cas de performance de la cible, à une part conséquente du capital du véhicule de reprise (en général environ 25%) ?

Certes, l'investisseur doit appréhender un modèle qui le bouscule.

Mais :

- Financer une recherche est-elle si éloignée du principe de rémunération d'un sourcing de dossier ?

- Trouver le manager avant la cible et le « cotoyer » pendant 24 mois ne permet-il pas de minimiser le plus grand risque inhérent aux acquisitions small cap (secteur regroupant les cibles dont les valeurs d'entreprise sont comprises entre 0 et 20/25 millions d'euros), à savoir le risque humain ?

- Permettre au searcher d'accéder à terme à une quotepart très significative du capital en contrepartie d'un investissement certes faible, ne constitue-t-il pas une incentive énorme et donc un facteur clé de succès majeur vu le profil jeune et entreprenant des searchers ?

- Investir au sein d'un large collège d'investisseurs internationaux ne permet-il pas aux investisseurs de croiser des regards très complémentaires, d'atténuer la centralisation de leurs mises et par conséquent de minimiser leurs risques ? D'autant que les fonds d'investissements en matière de search fund commencent à se structurer dans le monde et également en France.

Le tout dans un modèle qui cible des entreprises exclusivement profitables (EBITDA minimum d'un million d'euros), bien positionnées sur leur marché, dotées d'un portefeuille clients contractualisé, de leviers de croissance clairement identifiés et dont la valeur d'entreprise est comprise entre 5 et 20 millions d'euros. Sans oublier la « Communauté search funds », riche d'un ADN qui favorise un cross seeding international.

En définitive, le search fund est, selon nous, sans conteste un canal particulièrement pertinent d'investissement dans une conjoncture française et internationale où les zones de sécurisation se font rares, pour ne pas dire inexistantes.

SPARK AVOCATS

Nous conseillons des repreneurs et entrepreneurs, des cédants et des PME dans les étapes structurantes de leurs vies et de leurs développements.

Les enjeux business sont au centre de notre démarche : nous sommes des entrepreneurs et les comprenons. Nous partageons avec nos clients une forte culture économique et mettons en œuvre pour eux une approche pragmatique du droit. Nous bâtissons des hypothèses et construisons des solutions sans nous focaliser sur des réponses exclusivement juridiques, en privilégiant la pédagogie des dispositifs retenus.

Notre équipe M&A Private Equity close une vingtaine de deals par an et a déjà constitué 6 search funds en France et accompagné 2 acquisitions par des search funds.