

REVUE DE L'ÉCOSYSTÈME TIBI ET DES ACTEURS DU SEGMENT PRIVATE EQUITY « GROWTH »

*par William Guilloux, head of Investment Research, et
Thomas Legendre-Kaloustian, senior Investment Research analyst,
Cedrus & Partners*



L'émergence de la stratégie Private Equity Growth

Le marché du Private Equity français et européen a récemment vu son offre s'élargir avec l'émergence de la stratégie dite de Growth Capital. Cette stratégie se concentre sur le financement des sociétés caractérisées par une croissance forte et relativement stable (> 20% par an), dont le modèle économique est éprouvé et pour lesquelles l'équilibre financier en termes de rentabilité est proche ou déjà atteint. En effet à la différence du Venture Capital qui se polarise sur des sociétés en hypercroissance cherchant à exécuter une stratégie ambitieuse de changement d'échelle, la stratégie Growth se concentre sur le financement des sociétés ayant réussi avec succès cette première phase d'accélération. La seconde phase de pérennisation de la rentabilité et de diversification des marchés adressés constitue donc un enjeu central pour la stratégie Growth.

Les sociétés cibles font état d'un degré de maturité intermédiaire. Elles présentent déjà des garanties sur l'adéquation de leur offre au marché cible, la validité de leur modèle économique et la capacité de leur management à exécuter une stratégie de changement d'échelle avec succès. Les sociétés du segment Growth font logiquement état d'un taux de perte inférieur à celui du Venture Capital. Néanmoins, elles conservent un potentiel de performance ambitieux compte tenu des thèses de croissances supérieures à 20% par an et des leviers de création de valeur opérationnels employés.

Le réservoir naturel de sociétés cibles est constitué par les start-ups du segment mid et late stage Venture Capital. Roland Berger estime la profondeur du marché sur ce segment à près de 600 sociétés en France. Les verticales sectorielles les plus fertiles en termes de sociétés qui devraient

basculer dans le segment Growth sont la santé, les services technologiques et softwares, le hardware et enfin les médias et le divertissement. Parmi les transactions historiques emblématiques de la stratégie figurent notamment : Payfit, Doctolib, Mano Mano, BlaBlaCar, Drivy, Teads ou encore Vestiaire Collective.

Compte tenu de l'absence de levier ainsi que de l'exposition à des secteurs et des tendances de long terme (démographie, digitalisation de l'économie, transition énergétique, bien-être et loisirs), la stratégie semble relativement transverse à l'évolution des cycles des marchés actions ou à l'évolution des taux d'intérêts. Il en résulte un bénéfice de diversification élevé combiné à un potentiel de rendement attractif annoncé par les gérants (14-18% TRI net).

Le coup de projecteur du rapport Tibi

Le rapport commandité par le Président Macron, et réalisé par M. Philippe Tibi, a mis en évidence les carences de la France pour soutenir son écosystème technologique. Le nombre de sociétés à la recherche de financements pour soutenir leur croissance est en fort développement mais peu d'acteurs sont actuellement capables de répondre à ce besoin en France et en Europe. Bien accompagnées jusqu'au stade du Venture Capital, ces sociétés rencontrent des difficultés lors des tours de financement avoisinant 50 à 100m€. Les fonds de Growth Capital français ou européens, de taille plus modeste que leurs pairs étrangers, sont restreints dans leur capacité à soutenir ces sociétés dans leur dernier tour de financement permettant d'accéder au statut de licorne (> 100m€).

Le développement d'un écosystème financier local disposant d'une taille critique pour rivaliser avec les fonds étrangers est nécessaire si l'on souhaite que la France conserve sa souveraineté notamment numérique et technologique, ainsi que sa place parmi les leaders mondiaux de l'innovation industrielle et digitale. Cette ambition implique une mobilisation de capital au travers de l'épargne française et le soutien des investisseurs institutionnels pour soutenir les segments des sociétés dites « late-stage » et « Growth ». Enfin, le rapport Tibi préconise de favoriser le développement en France de fonds « late stage » / « Growth » dotés de plus d'un milliard d'euros afin de soutenir le dernier tour des sociétés pouvant accéder au statut de licorne ainsi que de fonds « global tech » d'actions cotées

Implémentation et enjeux de l'initiative Tibi

Sous l'égide du Président de la République, le Ministre de l'économie Bruno Le Maire et le Secrétaire d'Etat chargé du Numérique Cédric O ont sollicité 20 investisseurs institutionnels de premier plan afin de participer financière-

ment au soutien de l'écosystème late stage et Growth français. Ces 20 investisseurs se sont engagés à investir sur 3 ans près de 6mds€ dont 3 à 4mds€ au sein de fonds non cotés et 2 à 3mds€ dans des fonds cotés. Au 29 juillet 2020, 24 fonds non cotés et 7 fonds cotés ont été labellisés par le Comité Tibi.

Nous estimons que les besoins des fonds non cotés labellisés Tibi avoisinent 7,5mds€ tandis que les 20 investisseurs de premier plan devraient financer autour de 4mds€. Le concours d'autres investisseurs est nécessaire pour subvenir aux 3,5mds€ restants. Les autres investisseurs institutionnels non sollicités par le gouvernement tels que : assureurs, réseaux bancaires, fonds de pensions, mutuelles et Family Offices sont donc concernés eux-aussi par l'initiative.

Méthodologie d'analyse Cedrus & Partners

Cette étude synthétise une revue exhaustive réalisée auprès des acteurs ayant obtenu le label Tibi. Notre équipe de Recherche a analysé les documents de références obtenues auprès de ceux-ci (pitchbook, DDQ, cas d'investissement, etc.) et mené des entretiens avec les équipes de gestion.

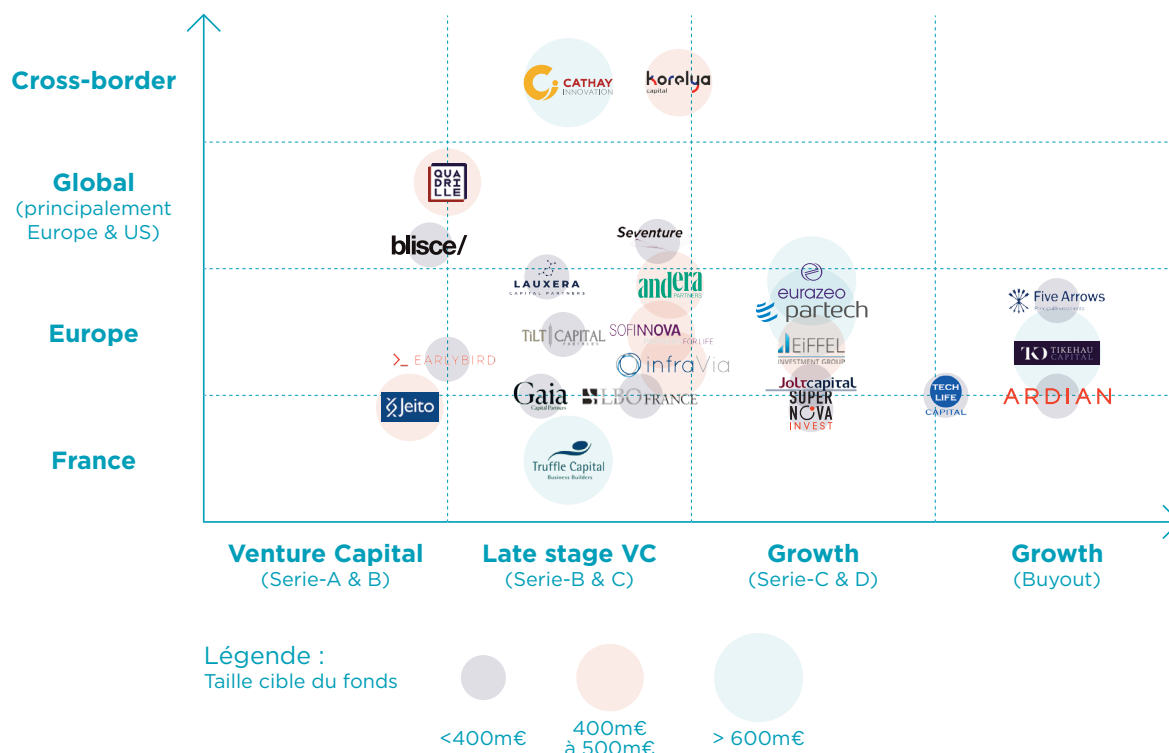
Nous avons ainsi réalisé un premier panorama en fonction de leur stratégie d'investissement, exposition géographique et taille cible de levée. Dans un second temps, nous avons car-

tographié ces mêmes acteurs selon leur exposition sectorielle principale et le profil et la taille des équipes d'investissement.

Nos processus de sélection et de Due Diligence sont mis en oeuvre de manière indépendante par une équipe expérimentée d'anciens gérants ; les critères d'analyse (> 150) correspondent aux standards européens institutionnels. Notre expertise sur les actifs privés est reconnue par la confiance octroyée par des investisseurs renommés (assureurs, Family Offices et équipes d'investissement non coté de grands corporates).

PANORAMAS DE L'ÉCOSYSTÈME DES FONDS NON COTÉS LABELLISÉS TIBI SELON CEDRUS & PARTNERS

Panorama 1 : Stade d'investissement, exposition géographique et taille cible du fonds



Source : Cedrus & Partners

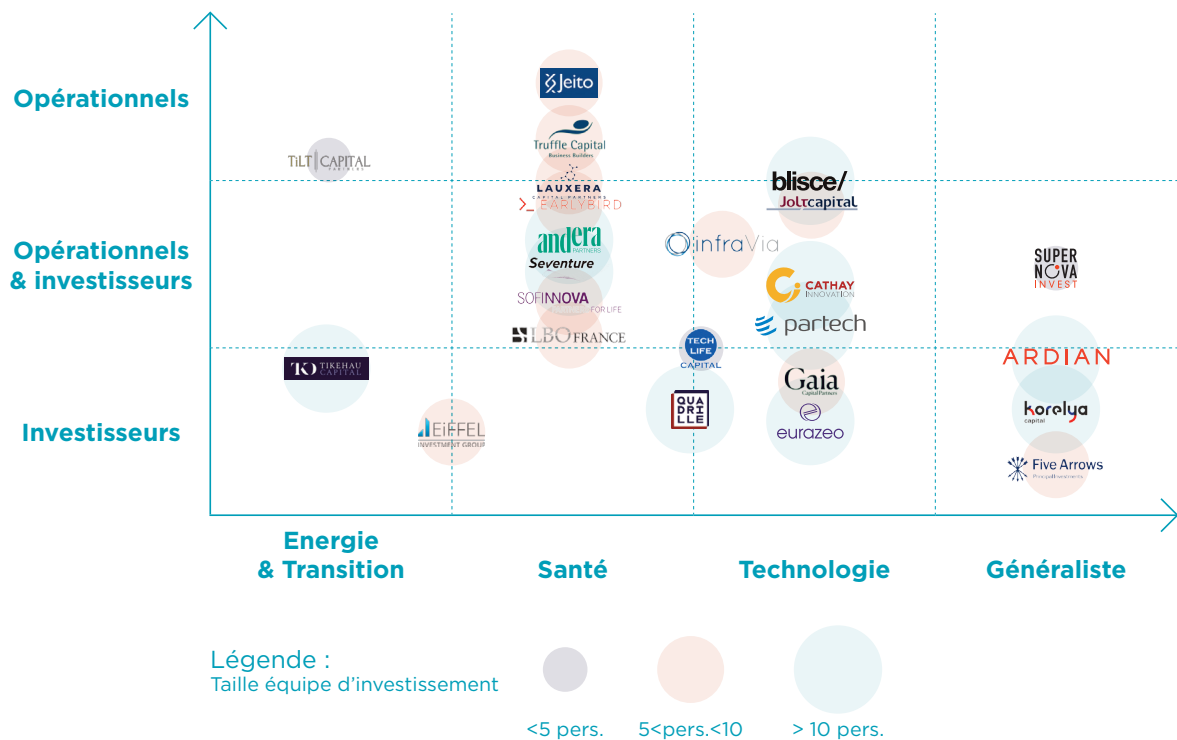
La lecture de ce premier panorama permet de dresser 3 constats :

- **L'écosystème Tibi** est principalement composé de fonds early-stage couvrant les series-A à B. En effet, presque deux tiers des fonds couvrent les tours de table de financement les moins avancés du segment Growth des secteurs technologiques et de la santé. On note également que certains acteurs se concentrent en particulier sur des opérations de Venture Capital (series-A avec généralement une poche dédiée aux investissements Seed) et ne sont donc pas réellement présents dans l'accompagnement de la croissance des sociétés au sens du Rapport Tibi.
- **Seulement un quart des fonds** bénéficie d'une exposition géographique forte sur la France tandis que la moitié d'entre eux bénéficie d'une exposition européenne. Or, les capitaux institutionnels français ont vocation à soutenir les pépites françaises et non l'économie européenne ou américaine (5 fonds pouvant investir aux USA).
- **Les fonds** cherchant à atteindre les tailles les plus ambitieuses appartiennent quasiment tous à des plateformes dont la réputation est établie (sociétés de gestion offrant plusieurs stratégies). Au-delà de l'appartenance à une plate-

forme, ces fonds sont aussi généralement des acteurs historiques sur les segments du Venture Capital, du Growth ou du Private Equity en France.

La lecture de ce second panorama permet de dresser 3 nouveaux constats :

- **Les principales thématiques** ciblées par les fonds de l'écosystème Tibi sont la santé et la technologie avec un biais important sur le digital pour la majorité des acteurs.
- **La majorité des équipes** est mixte, c'est-à-dire qu'elles sont composées de professionnels avec des profils investisseurs et opérationnels. Les fonds de « Growth » cherchent à proposer davantage d'accompagnement aux équipes de managers pour être actifs sur la création de valeur opérationnelle (cf. capital humain, gouvernance, développement commercial, écosystème fournisseur, infrastructures, etc.) en plus du capital injecté. Cette tendance est assez globale au sein de l'industrie du Private Equity.
- **Enfin, nous constatons** que les équipes qui emploient le plus de personnes ont majoritairement des profils financiers plutôt qu'opérationnels. Au contraire, les équipes « émergentes » ont davantage un profil opérationnel.

Panorama 2 : Expertise sectorielle centrale et composition de l'équipe d'investissement

Source : Cedrus & Partners

Conclusion

L'univers des fonds non-cotés labélisés Tibi est très fourni et les différents acteurs de l'écosystème regorgent de spécificités. Compte tenu de la relative jeunesse de la stratégie et du manque de recul sur les performances passées des acteurs, une analyse rigoureuse et méthodique est indispensable pour espérer sélectionner les meilleurs candidats. En effet, les zones d'expertise de l'équipe d'investissement, les leviers de création de valeur mobilisés, les contraintes et termes d'investissement des fonds, ou encore l'attractivité des fonds auprès des entrepreneurs cibles sont autant de facteurs conditionnant le succès des gérants. La raison d'être de notre méthodologie de Due Diligence institutionnelle est de vous faciliter la compréhension, la transparence et l'accès à ce type de stratégies d'investissement complexes.

Avertissement :

Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs. La valeur des investissements est susceptible de diminuer aussi bien que d'augmenter. Ce document n'est pas une offre ou une sollicitation incitant à investir dans les instruments qu'il présente, ni ne suggère qu'il serait opportun d'investir dans ceux-ci. Veuillez contacter votre consultant Cedrus & Partners avant de prendre une décision d'investissement. Les données et les graphiques figurant dans ce document sont communiqués à titre indicatif uniquement et sont susceptibles de provenir de sources extérieures.

Sources :

Philippe Tibi « Financer la quatrième révolution industrielle », 2019

Ministère de l'économie et des finances, communiqué de presse « Engagement des investisseurs institutionnels en faveur du financement des futurs leaders technologiques », 13 janvier 2020

Ministère de l'économie et des finances, communiqué de presse « Engagements des investisseurs institutionnels français pour le financement des entreprises technologiques : 6 premiers fonds rendus éligibles à l'initiative », 27 janvier 2020

Ministère de l'économie et des finances, communiqué de presse « Engagements des investisseurs institutionnels français pour le financement des entreprises technologiques : l'initiative se poursuit et permet de qualifier trois nouveaux fonds », 6 mai 2020

Ministère de l'économie et des finances, communiqué de presse « Engagements des investisseurs institutionnels français pour le financement des entreprises technologiques : l'initiative se poursuit et permet de qualifier 24 nouveaux fonds présentés au cours des mois de mai et de juin », 29 juillet 2020