



Horizons

MODÈLES ÉCONOMIQUES



Plusieurs sociétés sont passées récemment d'un univers à l'autre. Un phénomène nouveau appelé à se développer, en dépit d'un probable coup de frein lié à la crise sanitaire.

PAR FLORENT LE QUINTREC

+ EMAIL flquintrec@agefi.fr

En ces temps de confinement généralisé, l'économie mondiale n'a jamais eu autant recours aux outils numériques. La digitalisation de l'économie se renforce avec la crise du coronavirus et, avec elle, bon nombre de sociétés technologiques. Un phénomène, à l'œuvre en France

et ailleurs depuis quelques mois, pourrait ainsi s'accélérer à moyen terme : la convergence du capital-risque (*venture*) et du LBO (*leveraged buy-out*) autour de la « tech ». Traditionnellement, ces deux univers du non-coté estimaient exercer des métiers totalement différents. Si cette vérité persiste dès lors que l'on parle d'amorçage ou d'*early stage*, qui consiste à financer des sociétés naissantes avec le risque de les voir périr, les phases *late stage* et *growth* parviennent aujourd'hui à les réunir.

Deux mouvements sont observés. « Plusieurs fonds de capital-risque (VC) ont créé ces dernières années des fonds 'growth', à l'image de Partech ou d'Isai, à la recherche de modèles économiques plus stables, rappelle Arthur Porré, *managing partner* d'Avolta Partners. Ils adaptent les méthodes standards des VC à des sociétés de taille plus importante. En face, les fonds de LBO

ADOBEE STOCK



s'intéressent de plus en plus à la 'tech' et commencent à comprendre que ces sociétés 'late stage' ne seront pas rentables tout de suite, mais qu'elles offrent de belles perspectives de développement. »

Plusieurs fonds français ont en effet franchi le pas et intègrent désormais à leur recherche de cibles des entreprises « tech » pas ou peu rentables. En mars 2019, Bridgepoint, via son fonds de LBO, a pris le contrôle de Kyriba, une *fintech* franco-américaine spécialisée dans les solutions de gestion de trésorerie et de finance dans le *cloud*, auprès notamment d'Iris Capital et de Bpifrance, valorisant la société 1,2 milliard de dollars. Début 2020, c'est CVC qui a financé la plus grande partie du tour de table de 200 millions de dollars de la start-up française de notation RSE Ecovadis, via son fonds Growth créé en 2014, prenant le relais de Partech.

Historiquement confrontées à une absence d'acteurs en capacité de les financer dans ces phases de croissance non rentable, les sociétés « tech » françaises avaient l'habitude de quitter le monde du VC pour s'introduire en Bourse ou se vendre à un acquéreur stratégique. Cet état de fait est donc en train d'évoluer, comme le montre l'étude d'Avolta Partners sur les sorties « tech » en 2019 (voir le graphique). « La principale évolution en 2019 est le doublement des sorties auprès de fonds de *private equity*, qui représentent aujourd'hui 18 % du marché. Le *private equity* semble remplacer la Bourse, mais 80 % du marché reste des 'trade sales' », observe Arthur Porré.

Plusieurs facteurs expliquent ce mouvement des fonds de LBO vers les *scale-up*, portées par l'accélération de leur croissance du statut de start-up vers celui de « licorne ». D'une part, le nombre d'entreprises françaises en hypercroissance a été démultiplié ces trois dernières années et, offrant des perspectives de rentabilité très alléchantes à moyen terme, elles attirent naturellement les fonds LBO capables de miser les dizaines, voire les centaines de millions d'euros nécessaires à leur réussite. D'autre part, le *dry powder* (montants levés non investis) dans les fonds s'est accumulé à un rythme très soutenu depuis 10 ans, obligeant les fonds à l'investir, quitte à sortir de leur zone de confort.

La crise économique provoquée par le Covid-19 pourrait néanmoins remettre en question les levées de fonds record des *scale-up*. « L'après-crise sanitaire risque d'être catastrophique pour les fonds de *private equity*. Beaucoup de leurs investisseurs, notamment les 'corporate', n'honoreront pas leurs engagements car ils seront eux-mêmes en difficulté. En conséquence, les fonds anglo-saxons vont certainement se retirer du marché français et européen, et les méga-levées de fonds, qui étaient une formalité jusqu'à récemment, vont disparaître temporairement, ce qui n'est peut-être pas plus mal », anticipe un gérant concerné.

En tout état de cause, pour Bridgepoint, cette orientation répond d'abord à un impératif stratégique. « La dimension 'tech' est intégrée à tous les autres secteurs de l'économie. C'est devenu un secteur charnière, estime Frédéric Pescatori, CEO, et David Nicault, directeur

et coresponsable de l'équipe Media & Technologies de la société de gestion. Sa vitesse de croissance nous a poussés à mobiliser nos équipes. Nous avons développé une vraie culture 'tech' pour l'intégrer progressivement dans nos thèses d'investissement, en symbiose avec nos investisseurs. »

D'autres fonds LBO classiques français se penchent de plus en plus sur les sociétés « tech », à l'image d'Astorg. Si le gérant n'a pas encore signé avec une *scale-up*, il regarde régulièrement le portefeuille de plusieurs VC, dont Partech. Il faisait d'ailleurs partie des candidats pour investir dans Ecovadis (lire La Parole à, page 12).

LES MÉGA-LEVÉES DE FONDS (SERIE D ET PLUS) ONT ÉTÉ DOUBLÉES EN 2019 EN FRANCE, PASSANT DE 6 À 12 OPÉRATIONS

SOURCE : AVOLTA PARTNERS

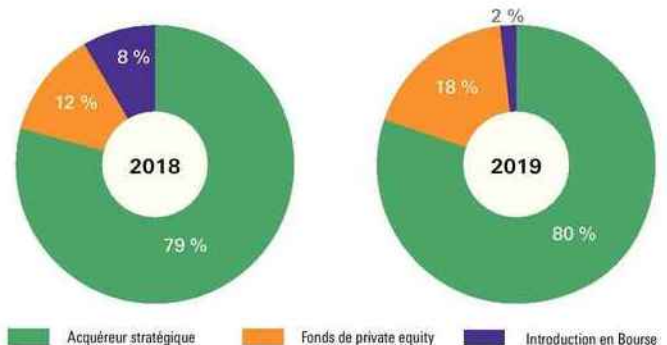
NOUVELLE APPROCHE

S'il semble logique que les VC, habitués à financer les pertes de start-up, souhaitent investir des tickets plus conséquents pour continuer à soutenir des entreprises en hypercroissance, les fonds traditionnellement armés pour des LBO, et donc pour des entreprises aux *cash-flows* prévisibles, voient leurs méthodes d'investissement évoluer fortement. « Dans ce monde, les entrepreneurs sont aussi importants que les fonds. On ne parle pas de cible, mais de société d'entrepreneur, indique Raphaëlle d'Ornano, fondatrice de d'Ornano et Associés. La valorisation ne fait pas tout pour l'entrepreneur. L'avenir de sa société est essentiel à ses yeux, qu'il s'agisse de la prochaine levée de fonds, de la stratégie d'internationalisation ou des développements produits. Pour les entreprises en 'late stage', les investisseurs doivent donc avoir une vraie connexion avec la 'tech' américaine. » Un constat partagé par Bridgepoint. « La 'tech' implique beaucoup d'activités et d'opérations transfrontalières, donc l'infrastructure de l'équipe de gestion doit être paramétrée en conséquence. Nous avons par exemple ouvert un bureau à New York en 2016 et un à San Francisco en 2018, » rappelle Frédéric Pescatori.

De même, l'analyse financière de ces sociétés ne correspond pas aux standards des fonds de LBO puisque leur modèle consiste à endetter une holding pour réaliser l'acquisition d'une société dont les dividendes

ACCÉLÉRATION

Répartition des sorties des fonds VC (en nombre d'opérations)





La phase d'audit est fondamentale pour évaluer la plus-value

viendront rembourser la dette. Financer des sociétés qui brûlent du cash bouleverse leur stratégie. « Beaucoup de fonds classiques veulent acheter des sociétés innovantes, note Nicolas Celier, cofondateur de Ring Capital. Certains ont donc encore du mal à bien évaluer le risque, mais aussi la forte croissance de ces entreprises digitales. »

CRITÈRES FINANCIERS

La phase d'audit se révèle donc fondamentale pour évaluer la plus-value potentielle. « Les 'due diligence' peuvent être plus intensives que pour les LBO traditionnels, souligne Sebastian Kuenne, managing director chez CVC Growth qui a réalisé l'investissement dans Ecovadis. Nous passons beaucoup de temps à comprendre les revenus et les coûts associés à chaque profil d'activité et à nous assurer que l'entreprise peut devenir 'scalable' et profitable. » Dès lors, les critères financiers permettant de les valoriser sont spécifiques au modèle de ces sociétés. « Les valorisations dans la 'tech' se font en multiple d'ARR ('annual recurring revenue'). Il faut évaluer le niveau des revenus récurrents en analysant

l'évolution de la croissance organique (et notamment le 'churn', c'est-à-dire la perte de clients) et du 'new business', la profondeur de marché et les éventuelles barrières à l'entrée », explique Raphaëlle d'Ornano.

Si certains fonds de LBO se disent très à l'aise avec ces sociétés souvent non rentables, c'est avant tout pour la nature de leurs pertes. « Nous misons sur les 'scale-up' aux modèles éprouvés, proches de la rentabilité. Elles sont fondamentalement rentables mais réinvestissent leurs excédents en développement technologique et/ou commercial pour soutenir leur croissance. Par exemple, Kyriba pourrait être très profitable mais réinvestit pour maintenir une croissance de 30 % à 40 %. Nous ne faisons pas du hors-piste : nous nous assurons de l'évolution tant de la croissance que de la productivité, comme pour nos autres investissements », insiste David Nicault.

La passerelle qui se construit aujourd'hui entre le venture et le LBO devrait rassurer les scale-up quant à leurs perspectives de financement, une fois l'activité repartie. « Les fonds 'tech' vont se développer dans tous les segments du private equity : 'growth', LBO et pré-IPO, prédit Nicolas Celier. Mais en France, il faut surtout densifier le réseau de PME et ETI plutôt que de vouloir des licornes à tout prix. » Le retour à la réalité post-crise devrait y contribuer. ■

LA PAROLE A... **BENOIT FICHEUR**, partner chez Astorg

« Accompagner une entreprise en 'late stage' ou en LBO n'est, pour nous, pas différent »

Pourquoi Astorg, fonds de LBO historique, s'intéresse-t-il à de jeunes pousses comme Ecovadis ?

Nous recherchons depuis des années à acquérir des entreprises disposant d'un moteur de croissance propre, décorrélé de l'activité économique mondiale. D'où notre surpondération dans la santé où l'innovation crée la croissance, et le software où la progression de la digitalisation est un moteur autonome. Par ailleurs, depuis Astorg VII – et avec la bénédiction de nos limited partners pour la santé et les plates-formes digitales –, nous acceptons le risque supplémentaire d'investir dans des sociétés dont l'Ebitda est proche de zéro, car elles réinvestissent toute leur marge dans la croissance. L'ADN profond d'Astorg est d'accompagner des entrepreneurs et des

managers dont les entreprises apportent une valeur unique à leur client. Nous pensons que cela peut être une solution logicielle, un métier de services, un produit technologique. Donc Ecovadis s'inscrit bien dans notre stratégie. C'est une magnifique entreprise qui est née de la vision de deux entrepreneurs géniaux. Ils sont incontournables dans leur métier. Mais surtout nous sommes convaincus que l'ESG (environnement, social, gouvernance, NDLR) est essentiel dans l'économie de demain.

Envisagez-vous une stratégie plus orientée « late stage » / « growth » ?

Accompagner une entreprise en late stage/growth ou en LBO n'est, pour nous, pas différent. Tant que nous partageons la

même vision humaine et industrielle. La technologie a toujours été au cœur de la stratégie d'Astorg. Depuis quelques années, nous construisons aussi notre expérience en software. Nous sommes les heureux actionnaires de trois champions dans leur métier : Anaqua, Acturis et AutoForm.

Pourquoi ce mouvement des fonds de LBO vers des sociétés moins mûres ?

Toutes les sociétés que nous accompagnons sont établies. Si non mature ou jeunesse veut dire forte croissance, alors oui : nous recherchons des sociétés non matures. Il y a de nombreuses sociétés qui – à raison – privilégient la croissance sur la rentabilité immédiate. Cela ne veut pas dire qu'elles sont fragiles. Cela nous semble naturel d'accompagner les leaders des métiers en forte croissance.



CHRIS RENOY 2017