MBO, MBI, SEARCH FU

la reprise d'entreprises dans tous ses états

La transmission d'une entreprise peut prendre de multiples formes, impliquant des équipes de management ou des dirigeants extérieurs, des actionnaires particuliers ou des fonds d'investissement. Ces derniers semblent se positionner plus volontiers que par le passé sur des opérations de MBI et des initiatives comme les search funds viennent compléter la palette de possibilités offertes aux cédants.

NDS...

Les fonds de private equity n'ont peut-être pas encore tiré toutes les leçons de la crise sanitaire. Dans le domaine de la transmission d'entreprise, par exemple, quelques signaux faibles donnent à penser que les opérations de reprise en MBI pourraient connaître un nouveau souffle. « Avec les turbulences liées au Covid, nous avons eu peur de ne plus recevoir autant de propositions d'entrepreneurs désireux de s'engager dans une opération de reprise. Or, il se passe exactement l'inverse, avec beaucoup de cadres qui se posent des questions sur le sens à donner à leur carrière. De surcroît, l'intérêt pour l'entrepreneuriat est toujours soutenu en France, ce qui aboutit plutôt à une accélération de notre flux de candidatures », se félicitent Thomas Duteil et Tanguy Tauzinat, fondateurs de Trajan Capital (groupe Edmond de Rothschild Private Equity) qui ont fait du MBI l'un des piliers de la stratégie qu'ils déploient depuis 2020 et qui couvre de manière plus générale les sujets de transmission.

ANCIENS CADRES, NOUVEAUX REPRENEURS

Il y a quelques mois, c'est aussi sur ce segment qu'une nouvelle équipe a pris ses quartiers au sein de la plateforme UI Investissement : emmenée par Jean de Puybaudet (ex-Capital Export) et Carlos Verkaeren (ancien dirigeant de Poult), elle lève actuellement un fonds de MBI à impact sous la bannière UI Autrement. De même, ces opérations, probablement parmi les plus risquées qu'un fonds de capital-investissement est amené à réaliser, devraient figurer en bonne place dans le portefeuille du nouveau fonds de Peninsular Capital, Archipel, actuellement en levée. Elles ont représenté la moitié des six deals menés à bien par cette first time team active sur le small cap français entre 2015 et 2020.

« Les MBI, initiés par des repreneurs capables d'apporter généralement entre 500 000 et 1 million, voire 1,5 million d'euros dans une opération de reprise et qui s'associent à un fonds, représentent une part significative de notre activité, observe Thierry Lamarque, président fondateur d'Altheo, cabinet spécialisé dans le conseil aux repreneurs d'entreprise. Cela dit, nous constatons une évolution du marché par rapport à la période de la crise sanitaire : en 2020-2021, le Covid a entraîné une baisse de 20 % du nombre de dossiers à la vente liée en particulier à la dégradation des résultats et donc de la valeur des entreprises. En parallèle, le nombre de repreneurs individuels a augmenté d'autant, en raison notamment de plans sociaux. Dans ce contexte, les conditions n'étaient guère favorables aux acheteurs compte tenu de la rareté des opportunités. Ces derniers mois, nous observons davantage de projets de reprise dans le cadre d'opérations de croissance externe menées par des PME, éventuellement soutenues par des fonds, désireuses de consolider leurs marchés à bon compte. En outre, depuis peu, de nombreux repreneurs individuels manquent à l'appel du fait de la bonne santé du marché de l'emploi des cadres. »

Il n'empêche, deux autres phénomènes viennent alimenter la demande pour des opérations de transmission, et de préférence au profit de dirigeants extérieurs aux cibles. Le premier est l'appel de la province, à la suite des confinements des deux dernières années. En Bretagne, •••

DR

« AVEC LES TURBULENCES LIÉES AU COVID, NOUS AVONS EU PEUR DE NE PLUS RECEVOIR AUTANT DE PROPOSITIONS D'ENTREPRENEURS DÉSIREUX DE S'ENGAGER DANS UNE OPÉRATION DE REPRISE. OR, IL SE PASSE EXACTEMENT L'INVERSE, AVEC BEAUCOUP DE CADRES QUI SE POSENT DES QUESTIONS SUR LE SENS À DONNER À LEUR CARRIÈRE », THOMAS DUTEIL ET TANGUY TAUZINAT, TRAJAN CAPITAL

par exemple, le petit fonds Breizh Invest PME, dont les actionnaires ••• sont le conseil régional (30 %), Bpifrance et des banques locales, en est le réceptacle. « Nous constatons une logique de plus en plus marquée de personnes qui quittent la région parisienne. Il peut s'agir de cadres de grands groupes qui veulent se lancer dans l'entrepreneuriat. Toutefois, il n'est pas toujours évident de satisfaire cette demande croissante, dans la mesure où le nombre de dossiers reste limité », confirme Mathieu Bourdais, directeur général de cette structure qui gère une SCR evergreen et investit des tickets pouvant aller jusqu'à 500 000 euros dans des entreprises valorisées moins de 5 millions d'euros. Sur les 30 participations qu'elle détient, quasiment la moitié sont des sociétés rachetées en MBI. « En tant qu'acteur local, nous réduisons le risque inhérent aux MBI en connaissant bien l'écosystème des repreneurs, qui viennent souvent nous voir avec leurs opportunités », précise l'investisseur.

SPÉCIALISATION SECTORIELLE

L'autre tendance est la multiplication des fonds sectoriels : elle n'est pas directement liée à la pandémie, mais celle-ci a indéniablement accéléré le mouvement dans un contexte de forte polarisation du marché sur quelques domaines résilients. Afin de tirer leur épingle du jeu dans des process toujours plus concurrentiels, les équipes d'investissement ont été obligées de renforcer leurs expertises propres à tel ou tel secteur.

Chez FnB Private Equity, Olivier Marchand et Valérie Lutt n'ont pas attendu le Covid pour faire valoir leur expérience de l'agroalimentaire, puisqu'ils ont closé leur premier fonds en 2018 à 134,5 millions d'euros. Néanmoins, ils reconnaissent volontiers que les opérations de MBI tiennent une place de choix dans leur stratégie. « Près de 80 % de nos deals entrent dans cette catégorie du MBI. Cela est lié au fait que nous en avons réalisé dans notre vie antérieure de cadres dirigeants dans des grands groupes agroalimentaires, souligne Olivier Marchand. De plus, nous avons croisé de nombreux managers de talent au cours de notre carrière dans l'industrie et, lorsque nous étudions une opportunité d'investissement, il y a de fortes chances que l'on ait dans notre réseau une connaissance susceptible de la saisir à nos côtés. Par ailleurs, les PME de l'agroalimentaire font très clairement face à une problématique de transmission, avec beaucoup de sociétés familiales qui sont parfois dirigées par la deuxième ou la troisième génération et une moyenne d'âge des dirigeants en hausse. »

Pour sa première cession, enregistrée il y a quelques jours, le fonds spécialisé est justement sorti d'une société dont il avait orchestré la transmission en faisant appel à un dirigeant extérieur : Lartigue & Fils a été repris en 2018 par Ludovic Bouet, avec FnB comme actionnaire majoritaire et une thèse de diversification de sa gamme de produits, très concentrée sur le foie gras, et de son empreinte géographique, largement focalisée sur le sud-ouest de la France. Quelques mois plus tôt, le first time fund avait inauguré sa stratégie sectorielle en menant un MBI sur le fabricant de confitures Éric Bur ; plus récemment, son dernier deal, portant sur Fromageries Terres d'Or, entre lui aussi dans cette catégorie. « Généralement, la famille cédante réinvestit un ticket minoritaire à nos côtés, mais ce n'est pas systématique. D'un point de vue opérationnel, et dans la mesure où nous reprenons une entreprise pour y impulser une accélération de l'activité et une transformation, il est parfois plus confortable pour elle de prendre du recul sur les responsabilités quotidiennes pour laisser la place à une nouvelle manière de faire sans trahir leur histoire », signale Valérie Lutt.

DR

« POUR NOUS QUI SOMMES UN FONDS RÉGIONAL, CES SUJETS SONT CLÉS DANS UNE LOGIQUE DE MAINTIEN DES CENTRES DE DÉCISIONS SUR NOTRE TERRITOIRE : C'EST POUR CELA QUE NOUS ACCEPTONS DE PRENDRE LE TEMPS DE MENER LES DIFFÉRENTES ÉTAPES DE LA TRANSMISSION SUR PLUSIEURS ANNÉES ET DE JOUER LE RÔLE D'ACCOMPAGNATEUR POUR COMPLÉTER LE TOUR DE TABLE », MARC BRIÈRE, ARKÉA CAPITAL

DR

« BIEN SOUVENT, LES CÉDANTS NE VOIENT PAS D'AUTRES PERSPECTIVES QUE DE VENDRE LEUR ENTREPRISE À UN INDUSTRIEL OU À UN CONCURRENT ALORS QU'ILS ONT PEUT-ÊTRE UN REPRENEUR POSSIBLE DANS LEUR ÉQUIPE », NICOLAS IBANEZ, LARGILLIÈRE FINANCE

Dans un tout autre secteur, en l'occurrence l'électronique de défense, l'effet de réseau que se constituent les fonds spécialisés a également joué à plein dans le dossier Elvia PCB. Le fonds Tikehau Ace Capital a finalisé il y a quelques jours un MBI sur ce fabricant de circuits imprimés pour environnements exigeants. « Nous avons conduit au cours des derniers mois un processus de gré à gré avec Bruno Cassin, ancien dirigeant d'Elvia et désormais membre du conseil de surveillance nouvellement formé, après que nous avons identifié Elvia PCB comme un fournisseur important de la base industrielle et technologique de défense française. Après trente ans aux commandes de l'entreprise, Bruno Cassin a saisi l'opportunité de travailler avec nous pour organiser la transmission de son entreprise et la mise en place d'un nouveau dirigeant, Alain Dietsch, que nous avions identifié dans notre réseau. Son expérience significative dans l'électronique de défense chez Cobham lui permettra d'appréhender et d'anticiper l'ensemble des enjeux de souveraineté, de défense et d'électronique d'Elvia PCB, retrace Franck Crépin, managing director chez Tikehau Ace Capital. Par ailleurs, nous avons confié la présidence du conseil de surveillance à Stéphane Mayer, operating partner chez nous et ancien président exécutif de l'avionneur ATR, directeur général de la division Aerostructure et Avion du groupe Daher et PDG de Nexter. »

VIVIER D'ENTREPRENEURS À ANIMER

Pour les fonds généralistes qui se frottent au MBI, le réseau prend plutôt la forme d'un vivier d'entrepreneurs plus ou moins structuré et plus ou moins exclusif qu'ils animent. UI Autrement est aux prémices de cette démarche avec la première promotion à venir de son « Académie impact », tandis que Trajan Capital en a clairement fait le point saillant de sa stratégie. « Nous fonctionnons uniquement sur des appels entrants d'entrepreneurs désireux de s'appuyer sur nous pour racheter une société. Ils doivent cocher plusieurs critères : avoir une expérience de terrain, idéalement en lien avec le commercial et dans des PME, choisir de trouver de la création de valeur dans le capital plutôt que dans la rémunération puisqu'ils investissent à nos côtés, et être mobiles

géographiquement, décrivent ses deux fondateurs Thomas Duteil et Tanguy Tauzinat. Ensuite, nous avons une approche différente avec des repreneurs spécialistes d'un secteur et avec des généralistes : notre accompagnement des premiers est généralement plus long, mais moins intense du fait d'un deal flow moins récurrent, car plus spécifique ; pour leur part, les généralistes sont en exclusivité avec nous et nous nous engageons à leur donner les moyens d'analyse et de financement nécessaires à leur projet. De manière générale, les entrepreneurs composant notre vivier nous apportent environ 25 % de notre deal flow. »
Reste que, en dépit de toutes les précautions qui peuvent être prises, ces transactions emportent avec elles un risque inhérent : que la « greffe » du nouveau dirigeant ne prenne pas dans l'entreprise et avec le reste des équipes. « En plus de la rupture de gouvernance qu'implique un MBI, une autre raison de la relative prudence des fonds vis-à-vis de ce type d'opérations est l'asymétrie d'informations qu'ils comportent. Quand un repreneur se penche sur un tel dossier, il a beau faire toutes les enquêtes qu'il peut, il ne connaîtra jamais aussi bien la société, son activité, ses salariés que le fondateur ou le dirigeant cédant. En tant que conseil acheteur, l'une de nos missions est précisément de gommer autant que possible cette assymétrie en échangeant avec toutes les parties prenantes, en visitant les entreprises, en posant les questions-clés que nous avons identifiées grâce à notre expérience…, pointe Thierry Lamarque, chez Altheo. À l'inverse, nous sommes moins sollicités pour des missions d'accompagnement de MBO, car les choses s'y déroulent généralement plus naturellement, en gré à gré entre un fondateur et ses cadres appelés à lui succéder à la direction de la société. L'asymétrie d'informations et la rupture de gouvernance sont beaucoup moins problématiques et, de fait, les fonds en sont davantage friands. »

ANTICIPER, ANTICIPER, ANTICIPER

Il est vrai que, lorsque l'on aborde le sujet de la reprise ou de la transmission d'entreprise, c'est bien ce type d'opérations qui est le plus naturellement évoqué par les équipes d'investissement et autres conseils. Dans ce domaine, les avis divergent quant à l'impact de la crise sanitaire : pour certains, le deal flow a augmenté après que plusieurs dirigeants ont senti le vent du boulet à l'occasion de la pandémie et considèrent que le moment est venu de sécuriser une partie de leur patrimoine, voire de passer à autre chose. Pour d'autres, au contraire, ces mêmes entrepreneurs ont pu profiter de la période pour investir dans de nouveaux outils de production, dans la digitalisation de leur entreprise et ainsi s'ouvrir un nouveau champ des possibles qu'ils ont bien l'intention d'explorer. Quoiqu'il en soit, tous les acteurs de la transmission s'accordent sur un mot-clé pour la réussite de ces passations de pouvoir : l'anticipation.
« C'est notre rôle de banque d'affaires d'inciter les cédants à réfléchir à cette solution du MBO. Bien souvent, ils ne voient pas d'autres perspectives que de vendre leur entreprise à un industriel ou à un concurrent alors qu'ils ont peut-être un repreneur possible dans leur équipe. Compte tenu des liquidités importantes dont disposent les fonds d'investissement, il est naturellement possible de réaliser une belle opération de cash-out tout en écrivant une belle histoire de pérennisation de la société. C'est à n'en pas douter la plus belle des sorties pour un fondateur », assure Nicolas Ibanez, associé chez Largillière Finance. Cette banque d'affaires active dans les opérations valorisées moins de 10 millions d'euros est récemment intervenue pour accompagner la transmission de Big Success à son équipe de management dans le cadre d'une opération sponsorless financée par Trocadero Capital Partners. Elle a également orchestré le MBO de Trajan Capital sur Cotton Bird : les deux fondateurs passent la main aux deux dirigeants opérationnels qu'ils ont recrutés il y a deux ans et qui font donc leur entrée au capital à cette occasion. Une dizaine de cadres supplémentaires deviennent aussi actionnaires. « Un MBO est quasiment la meilleure opération possible pour un fonds, poursuit le conseil M&A. Grâce à l'effet de levier, il peut viser un TRI de LBO et ne sera a priori pas confronté à un problème d'adaptation du nouveau dirigeant, puisque celui-ci est déjà dans l'entreprise. Il se peut même que le N-1 appelé à prendre les commandes à l'occasion de cette passation soit déjà le dirigeant opérationnel au quotidien. »

DR

« EN TANT QU'ACTEUR LOCAL, NOUS RÉDUISONS LE RISQUE INHÉRENT AUX MBI EN CONNAISSANT BIEN L'ÉCOSYSTÈME DES REPRENEURS, QUI VIENNENT SOUVENT NOUS VOIR AVEC LEURS OPPORTUNITÉS », MATHIEU BOURDAIS, BREIZH INVEST PME

MAINTENIR LE TISSU ÉCONOMIQUE LOCAL

Tous les cas de figure sont évidemment possibles, mais la situation idéale pour que la transmission se déroule au mieux est sans doute de prendre le temps non seulement de se poser les bonnes questions, mais aussi de franchir les jalons les uns après les autres pour amener progressivement le successeur à prendre sa place à la fois dans l'opérationnel et en tant qu'actionnaire. « J'ai la conviction que le succès de ces opérations de MBO dépend fondamentalement de l'état d'esprit et des priorités du cédant : il a des choix à faire, que nous recommandons d'anticiper. Cela dit, ce n'est pas toujours facile de se poser les questions liées à sa succession, car cela implique que nous ne serons pas éternels, souligne Marc Brière, président du directoire d'Arkéa Capital. Une fois que les choses sont posées, il y a deux voies possibles : soit le cédant veut vendre pour maximiser son prix de vente sans trop se soucier de la suite, soit il souhaite éviter que son entreprise ne tombe entre des mains plus éloignées de la culture d'entreprise et veut maintenir son ancrage local. Pour nous qui sommes un fonds régional, ces sujets sont clés dans une logique de maintien des centres de décision sur notre territoire : c'est pour cela que nous acceptons de prendre le temps de mener les différentes étapes de la transmission sur plusieurs années et de jouer le rôle d'accompagnateur pour compléter le tour de table et faciliter la montée en puissance progressive des cadres et managers au capital. »
De l'autre côté de la France, Florence Cirilli, directrice générale de Capital Grand Est, ne dit pas autre chose : « Sur la vingtaine d'investissements déjà réalisés par Capital Grand Est, une grande majorité sont des opérations de transmission, principalement par rachat de titres de fondateurs ou montée au capital de l'équipe de management. Certes, nous aimerions faire davantage de capital-développement, mais nous observons que, grâce à ces transmissions réussies, nous permettons le maintien des entreprises dans notre région et, plus important encore, nous contribuons à créer des emplois et de la valeur sur le territoire grâce aux développements organiques indispensables dans ces opérations, à l'innovation et aux investissements plus importants. D'ailleurs, nos apports en fonds propres sont souvent indispensables pour que l'entreprise soit ensuite en mesure de lever la dette afin de financer son développement. »
Par ailleurs, ces fonds actifs dans les opérations de transmission ont un rôle de démystification de ce qu'est une opération capitalistique, de ce que sont les acteurs du private equity, dans la mesure où il s'agit bien souvent d'opérations primaires. Chacune des parties doit aussi trouver ses marques dans la gouvernance, sans oublier les nécessaires explications des dispositifs d'intéressement et autres management packages. Avec les changements réglementaires récents dans ce domaine, les fonds de MBO n'ont pas fini de faire œuvre de pédagogie. ■ **E.L.L.**

NOUVEL ÉCOSYSTÈME

L'écosystème du search fund émerge dans le small cap français

La date du 26 juin 2019 est marquée d'une pierre blanche dans le calendrier personnel de Bruno Léa. Ce jour-là, il a finalisé la reprise de la société Performer, PME de 19 millions d'euros de chiffre d'affaires et distributeur exclusif de machines-outils de marque Haas Automation, signant du même coup la première acquisition d'un search fund en France. Depuis, quatre autres opérations du même type ont été conclues par d'autres repreneurs dans des domaines aussi divers que les applications pyrotechniques (Tethys, par Philippe Saussol), l'édition de logiciels B2B (GHS, par David Lescure, *lire ci-contre*), les réseaux de fluides médicaux (Gaz purs et fluides, par François d'Aligny) ou encore l'edtech (Theia, par Flavien Reille et Sébastien Abdi). « Le modèle du search fund émerge en France et ils sont aujourd'hui une quinzaine en recherche de cibles. Notre marché national ne peut sans doute pas en accueillir beaucoup plus sans qu'ils se marchent sur les pieds ou se retrouvent en concurrence sur les mêmes cibles, observe Ariane Olive, associée-fondatrice de Spark Avocats, en pointe sur ce sujet, puisqu'elle a structuré l'intégralité de ces véhicules. De surcroît, les searchers se positionnent clairement comme alternatives à des fonds de MBI sur des tailles d'entreprises comprises entre 6-7 et 40 millions d'euros en moyenne. »

DR

Benoît David, ancien banquier d'affaires chez Messier Maris & Associés et investisseur

CAPITAL CONFIANCE. Le modèle du search fund est né dans les années 1980 aux États-Unis, à l'université de Stanford, puis a été importé en Europe via l'IESE Business School, basée à Barcelone. Il consiste à fédérer autour d'un projet de reprise une communauté d'investisseurs, initialement des particuliers, qui apportent des capitaux à un repreneur, généralement sorti d'un MBA et qui souhaite acquérir une entreprise. Dans un premier temps, ils lui apportent les moyens nécessaires à la recherche d'une société à racheter : cela recouvre les dépenses de déplacement et autres envois de courriers, mais aussi la rémunération du « searcher », qui, pendant ce temps, n'occupe pas de poste salarié afin de se consacrer à 100 % à son projet. « Je me considère comme le gérant d'un capital confiance que m'ont confié les investisseurs qui m'accompagnent dans la reprise de Performer. Lorsqu'ils m'ont apporté 360 000 euros pour la recherche d'une cible, il ne s'agissait pas d'une dette, mais bien d'un investissement sur lequel ils escomptent un retour lorsqu'ils céderont leurs parts, illustre Bruno Léa. La philosophie du search fund est vraiment de montrer que la confiance dans un entrepreneur, qui s'implique également financièrement dans l'opération, est un bon investissement. En pariant d'abord sur le dirigeant et en le laissant trouver la société qu'il souhaite acquérir et diriger, il s'agit de miser sur l'affectio societatis qu'il aura forcément pour l'entreprise et sur l'engagement qu'il mettra à la développer. D'ailleurs, lorsque je suis allé présenter à mes investisseurs les sept entreprises sur lesquelles j'étais prêt à faire une offre afin qu'ils me donnent leur avis, leur conseil a été "Choisis les trois projets pour lesquels tu es prêt à te lever le matin". »

MULTI-ACTIONNAIRES. Une fois que la société idoine a été sélectionnée, le repreneur sollicite à nouveau ses investisseurs afin de rassembler une nouvelle somme d'argent, qui constituera les fonds propres sur lesquels il pourra ensuite lever une dette bancaire et ainsi atteindre la valorisation convenue avec le cédant. À l'issue de toutes ces opérations, c'est bien l'ensemble de ces soutiens ainsi que le repreneur-dirigeant qui sont les actionnaires de l'entreprise. « Dix-neuf actionnaires sont au capital de Performer à mes côtés, parmi lesquels quatre n'ont pas financé la période de recherche et nous ont rejoints lors de l'acquisition, signale Bruno Léa. Il s'agit de personnes physiques, comme l'ancien n° 2 de Michelin, qui a été nommé président du conseil d'administration de la société, mais aussi de fonds spécialisés, européens et américains. Lorsque je me suis lancé en 2018, j'ai eu l'accord de l'un des pionniers américains dans ce domaine, Relay Investments, qui a investi 45 000 euros dans mon search fund, ainsi que du fonds Istria Capital (également présent dans Tethys et dans GHS, NDLR), qui s'est positionné sur le segment en Espagne. » Si le fondement du search fund reste la réunion d'investisseurs particuliers, des équipes d'investissement dédiées ont émergé au fil des années aux Etats-Unis, au Canada ou en Espagne : elles déploient des stratégies de fonds de fonds en devenant LPs de search funds.

« Généralement, les investisseurs dans des search funds sont des cadres de grands groupes, des entrepreneurs qui ont vendu leur société à l'occasion d'une opération financière ou d'anciens searchers. Ces opérations supposent d'investir beaucoup d'equity et donc de prendre un certain risque. Pour que cela fonctionne, la condition principale est que les searchers soient aussi de bons dirigeants une fois qu'ils ont acquis leur entreprise, d'où la nécessité d'être accompagnés par des actionnaires pouvant jouer le rôle de mentors et d'experts, pointe l'avocate Ariane Olive. De surcroît, il faut des investisseurs capables de s'engager sur un temps long : il n'y a généralement pas de clause de liquidité dans les pactes d'actionnaires de search funds, même s'il y a toujours la possibilité d'organiser des sorties partielles le cas échéant. En revanche, au moment de la cession, ils disposent d'un droit de liquidation préférentielle. Concernant la structuration, un autre élément se rapporte à l'implication du searcher lui-même. Il est fortement intéressé à la réussite du projet avec la perspective de détenir à terme 25 % du capital, sachant que cette participation se déclenche en trois fois : lorsqu'il a trouvé la société à reprendre, au bout de quelques années de direction, généralement quatre ans, puis lors de la cession, avec une rétrocession de plus-value indexée sur le TRI final. »

DR

Ariane Olive, associée-fondatrice de Spark Avocats

DR

Bruno Léa, pionnier du search fund en France et dirigeant de Performer

PROJET DE FONDS DÉDIÉ. Une fois que l'intégralité du process a été mené à bien, le searcher devenu actionnaire et patron d'entreprise peut s'atteler à son développement en utilisant tous les outils à sa disposition et en comptant sur l'accompagnement d'actionnaires engagés. « Chez Performer, nous avons réalisé trois opérations de croissance externe au cours des trois dernières années, toutes financées par endettement sur la base des fonds propres apportés lors de l'acquisition, dont une en Espagne, indique Bruno Léa. Aujourd'hui, la société réalise 40 millions d'euros de chiffre d'affaires. »
Pour que le modèle du search fund puisse prendre sa pleine mesure en France, un projet de fonds dédié est en gestation sur le modèle d'un Istria ou d'un Relay. « La communauté des searchers existe en France et il y a de la place pour un fonds spécialisé ici, assure son promoteur, Benoît David, ancien banquier d'affaires chez Messier Maris & Associés. L'ambition de notre projet 85 Capital Partners, qui reprend l'année de naissance officielle du search fund aux États-Unis, est de créer un fonds mondial compris entre 50 et 100 millions d'euros. C'est à nos yeux la taille critique pour avoir une diversification suffisante en matière de zones géographiques, de secteurs, de searchers, sachant que le marché global du search fund reste d'une taille limitée. »
En cours de levée auprès de tiers, 85 Capital Partners bénéficie pour l'heure du soutien d'un assureur français et d'un family office. Pour faire ses preuves et avoir un track record à présenter à d'autres institutionnels, il a commencé à investir dans des search funds avec un véhicule personnel, Financière 85. « Financière 85 a investi depuis un an dans 18 search funds, en Europe et aux États-Unis. La plupart sont actuellement en recherche et deux ont débouché sur une acquisition : celui de David Lescure avec GHS et un véhicule américain qui a racheté la société Pharmacy Specialists au Texas, précise Benoît David. Fort de ces premiers éléments de track record dont le current trading se porte très bien, nous avons de très bonnes discussions avec des LPs potentiels avec l'objectif de réaliser un premier closing d'ici à la fin de l'année. »
Sachant que le TRI moyen des search funds s'élève depuis 1984 à 33 %, et leur multiple à 5,5x*, l'offre pourrait s'avérer alléchante pour les souscripteurs en quête de rendement. ■

**Source : Stanford School of Business, Search fund study selected observations 2020*

3 questions à David Lescure

En 2016, David Lescure a cofondé la start-up de télé-consultation médicale Qare ; cinq ans plus tard, en 2021, il est devenu copropriétaire et dirigeant opérationnel de GHS, une petite entreprise de plus de 4 millions d'euros de chiffre d'affaires éditant un logiciel de paie pour les PME. Entre les deux, il a découvert l'univers du search fund et fait partie de la poignée d'entrepreneurs français à avoir mené à bien la recherche et un investissement par ce moyen. Interview.

Private Equity Magazine : Comment en êtes-vous venu à vous intéresser aux search funds ?
David Lescure : J'avais goûté à l'entrepreneuriat en créant Qare et, lorsque j'en suis parti, je n'ai pas voulu redevenir salarié. Dans le même temps, j'avais envie de changer d'univers et je cherchais à reprendre une PME d'une certaine taille. J'avais alors considéré la possibilité de réaliser un LBO avec un fonds, mais je n'étais pas très à l'aise avec l'aléa lié au changement éventuel d'interlocuteur si le partner qui me suivait venait à partir. C'est à ce moment que j'ai rencontré Bruno Léa, pionnier du search fund en France, qui m'a présenté le modèle. Cela m'a tout de suite plu, car il repose sur une table de capitalisation très fragmentée, sans actionnaire monolithique par qui passent toutes les décisions.

P. E. M. : Comment s'est passée la recherche de votre cible ?
D. L. : La communauté des « searchers » est assez resserrée et tout le monde se connaît et s'échange les adresses d'investisseurs.

> « Les décisions ne passent pas par un seul actionnaire monolithique »
> David Lescure

Lorsque j'ai commencé, il y avait encore peu de search funds closés en France donc je me suis naturellement tourné vers l'Espagne, berceau du modèle en Europe. Au final, j'ai réuni 360 000 euros auprès de 17 personnes et fonds spécialisés afin de financer ma recherche de cible, à savoir une PME rentable du secteur du logiciel. Entre octobre 2020 et la mi-février 2021, je m'y suis consacré à 100 % en faisant en sorte d'automatiser le plus possible le processus en misant sur de multiples canaux : e-mails, courriers, SMS, LinkedIn… Je me suis parfois retrouvé dans des process intermédiés ; dans certains dossiers, je savais que mon interlocuteur discutait aussi avec des fonds ou des industriels. Au total, j'ai contacté 200 sociétés, obtenu 50 % de réponses, dont 20 % de marques d'intérêt pour ma démarche. Je suis donc allé rendre visite à ces 20 entreprises et nous nous sommes mis d'accord avec GHS, dont le dirigeant partait à la retraite, au printemps 2021.

P. E. M. : Quelles relations aviez-vous avec vos investisseurs pendant ce temps ?
D. L. : A chaque fois que j'avais un lead intéressant, je les informais et nous en parlions. Après avoir officiellement envoyé ma LOI au moins de juin et lancé les audits juridiques et financiers sur GHS, j'ai ouvert avec eux la deuxième phase du search fund, à savoir l'investissement. Sur les 17 actionnaires qui m'accompagnaient, 16 m'ont suivi et j'en ai prospecté de nouveaux pour réunir finalement 5 millions d'euros de capitaux propres. Sur cette base, j'ai levé de la dette bancaire pour compléter le tour de table. À l'arrivée, je suis le plus gros actionnaire de GHS sans être majoritaire et je suis accompagné de 22 autres investisseurs français, espagnols, britanniques et américains principalement, à la fois des personnes physiques et des fonds spécialisés. ■

David Lescure