



EXPERTISE

L'ENQUÊTE

Le non-coté mise sur les expertises sectorielles

Certains gérants européens se spécialisent pour créer de la valeur dans un contexte de levées de fonds délicat.

www.agefi.fr/actualite-eclairages

PAR FABRICE ANSELMINI

JC Flowers, AnaCap Financial, Lightyear Capital, GMT Communications, Silver Lake, Francisco Partners, HitecVision, Resource Capital, Lion Capital, etc. « Les exemples de fonds spécialisés dans un seul secteur sont nombreux et anciens aux Etats-Unis, voire au Royaume-Uni », explique Neil Harper, *managing director* de Morgan Stanley AIP, dont le fonds

de fonds (9 milliards de dollars) leur a dédié environ un tiers de ses investissements récents. En Europe continentale, le capital-investissement semble découvrir depuis peu les vertus de ces fonds monosectoriels, comme on en trouvait déjà dans les segments du capital-risque, naturellement construit autour de spécialistes en *high tech* ou biotech, de l'immobilier ou des infrastructures.

Secteurs porteurs

La période actuelle, difficile pour les nouvelles levées, risquerait d'exclure les

gérants trop généralistes pour générer des rendements intéressants uniquement à partir des leviers de financement (pour le LBO, *leveraged buy-out*) ou des évolutions des marchés. « Ce mouvement de spécialisation est durable car les fonds de non-coté généralistes tendent à trop se rapprocher des actions cotées », poursuit Neil Harper, en parlant des rendements. « Sur un marché très encombré, c'est évidemment un bon moyen de se différencier, pour des équipes de LBO 'midmarket' en France », ajoute Jean-Christel Trabarel, fondateur



de Jasmin Capital, l'agent de placement qui a notamment participé aux levées de Céréa Mezzanine et BlackFin.

Les services financiers, complexes et soumis à de lourdes réglementations, se prêtent particulièrement à des fonds dédiés. BlackFin, créé en 2009 par des anciens de Fortuneo et d'Aviva France, a atteint 220 millions d'euros en répondant à une attente des investisseurs sur un secteur en phase de mutation. L'allemand Augur, également spécialisé dans les activités financières, a bouclé son deuxième fonds l'an dernier à 212 millions d'euros : « *Le premier s'appuyait sur une vague de cessions en banque et assurance, et avait déjà rendu aux investisseurs un tiers du capital quand nous avons lancé le deuxième*, indique aussi Sonia Trocmé-Le Page, associée cofondatrice de Global Private Equity, qui en a conseillé la levée. *Ce segment profitera d'une activité de consolidation durable, car le secteur est suffisamment morcelé en Europe, qu'il s'agisse des assurances, banques ou sociétés de gestion.* »

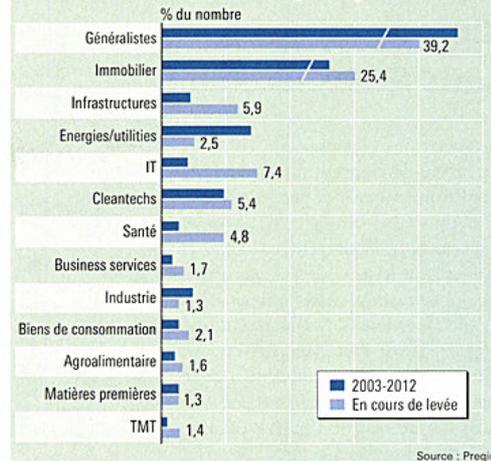
Avec le risque d'exposer les investisseurs à un seul secteur, il est en théorie plus difficile de consacrer un fonds à une industrie trop cyclique. « *Le secteur doit être assez large pour assurer une profondeur de marché et offrir suffisamment d'opportunités en fonction du nombre*

de fonds spécialisés, afin que cette spécialisation des gérants serve à une véritable sélection », confirme Agnès Nahum, associée d'Access Capital Partners. Ces fonds sectoriels pourraient quand même atteindre une certaine taille sans remettre en cause leur pertinence : « *Dans les services financiers, Augur a souvent fait appel à des co-investissements et saurait donc utiliser d'autres ressources pour construire de nouveaux groupes par croissance externe ('build-up')* », précise Sonia Trocmé-Le Page.

Logiques d'entrepreneurs

Les technologies, l'énergie, l'agroalimentaire et la santé sont d'autres secteurs, moins cycliques, qui ont vu éclore des initiatives (voir le graphique). Ex-associé d'Apax, Laurent Ganem a par exemple collecté 209 millions d'euros pour un premier fonds dédié de la santé. Et le gérant de capital-développement Turenne Capital, qui a également développé une équipe de spécialistes, vient de lancer, avec le soutien de Malakoff Médéric, le fonds Capital Santé 1, sur les thèmes de la réduction des coûts et de l'organisation des soins. Il vise 100 millions d'euros et « *devrait recevoir le soutien d'investisseurs industriels dans une logique de veille technologique* », prévoit son président François Lombard.

Les levées de fonds sont plus spécialisées



71 %
des investisseurs anticipent une spécialisation sectorielle.

Source : Collier Capital 2011

Un peu comme aux Etats-Unis, plusieurs fonds ont été créés en Europe à l'initiative d'entrepreneurs depuis trois ans, avec souvent l'avantage du capital permanent permettant de passer sans contrainte les cycles les plus difficiles, et un focus sectoriel naturel comme avec Tarmelan dans la mode ou Isai dans l'internet. La holding d'entrepreneurs Yam Invest, fondée par des anciens de Cogedim, a pour sa part alloué plus de 300 millions d'euros à trois sociétés chargées d'investir, avec trois équipes de spécialistes, dans trois secteurs particuliers : Realy pour l'immobilier, Helse pour la santé (hors biotechs et pharma) en majoritaire, Time Equity Partners pour le numérique en minoritaire. « *Cette 'verticalité sectorielle' nous permet de garantir un 'deal-flow' de qualité, de mieux comprendre les modèles et d'être ainsi un partenaire durable pour les entrepreneurs*, expose Arnaud de Ménibus, CEO de Yam Invest. *Le choix des secteurs a été guidé par notre historique et l'idée de participer à des nouvelles ruptures, économiques ou technologiques.* »

Dans ce schéma, les « barrières à l'entrée » sont encore plus importantes. « *L'expérience sectorielle est devenue une nécessité*, atteste Henri de Bodinat, président de Time Equity Partners. *Elle se retrouve dans la capacité à originer et à conclure des transactions 'propriétaires', sans intermédiaire ni concurrence d'autres acteurs, donc en gagnant du temps.* » Contrairement aux capital-

Des approches sectorielles aussi chez FSI et CDC Entreprises

Dans la logique qui a mené ses équipes à analyser en détail seize filières industrielles depuis 2010, le Fonds stratégique d'investissement (FSI) a annoncé récemment un accord sur la création du Fonds de modernisation des entreprises ferroviaires (FMEF), doté de 40 millions d'euros également abondés par Alstom, la SNCF, Bombardier et la RATP. Ce fonds est destiné à consolider son secteur et à favoriser



l'émergence d'entreprises de taille supérieure, dans la logique industrielle des Fonds de modernisation des équipementiers automobiles (FMEA), Fonds Bois et InnoBio - qui ont chacun leurs spécificités en fonction des donneurs d'ordre qu'ils réunissent -, et en attendant d'autres créations, notamment dans les secteurs nucléaire et aéronautique. Cette dernière filière dispose déjà des fonds Aerofund I

et II, gérés par ACE Management et abondés par des industriels (pour 50 %) et par CDC Entreprises FSI France Investissement (pour un tiers). Cette autre filiale de la Caisse des dépôts, qui gère aussi InnoBio (via l'équipe dédiée aux sciences de la vie) et les Fonds Bois, a par ailleurs développé deux fonds sectoriels pour soutenir les filières mode et luxe (Mode & Finance) et culturelle (Patrimoine & Création). « *En parallèle, notre activité fonds de fonds soutient plus de 70 fonds sectoriels, en innovation ou capital-développement, toujours avec à la fois le souhait d'en garantir l'indépendance et la spécificité sectorielle qui favorise leur compréhension des marchés et donc leur création de valeur* », explique Philippe Braidy, président de CDC Entreprises, citant quelques autres exemples symboliques tels Agro Invest, BioDiscovery, Elaia, 3T, Demeter, Fimiecc...



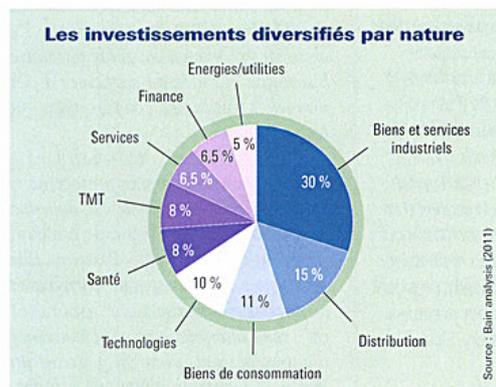
EXPERTISE L'ENQUÊTE

Conclure des 'deals propriétaires', sans intermédiaire

risqueurs du même secteur, ce fonds de capital-développement actif dans le numérique a peu d'équivalents, alors que son secteur offre plus de 30 % de croissance organique même en Europe et sans effet de levier. « Cette compréhension des mutations structurantes nous permet de réaliser de belles opérations, comme Oodrive ou Mobile Network Group, que nous accompagnons aussi sur des croissances externes. » Une logique similaire avait déjà guidé la création de fonds historiques comme L. Capital (marques et luxe) ou Change Capital (distribution). « Cette bonne connaissance du secteur facilite également une diversification géographique à l'international », ajoute Agnès Nahum, dont les fonds de fonds paneuropéens sont investis à environ 15 % dans des spécialistes sectoriels.

Fonds multisectoriels ?

Certaines sociétés de gestion ont aussi mis en avant leurs expertises multisectorielles, comme Apax, Advent ou PAL, voire Acto dans les PME. « Notre approche opérationnelle depuis 1990 avec des équipes dédiées et expérimentées pour chacun des secteurs (IT, télécoms, médias, distribution, santé, services aux entreprises et services financiers) améliore notre capacité à identifier les meilleures opportunités, argumente Eddie Misrahi, président d'Apax Partners. Etre multisectoriel



RENCONTRE AVEC...

Eric Bismuth, président de Montefiore Investment



« Le 'build-up' est devenu la réponse des purs financiers à la faiblesse de leur modèle »

L'avenir du capital-investissement passe-t-il par des fonds sectoriels ?

A part dans le capital-risque, il en existe encore très peu en France. J'avais déjà cette conviction, en fondant Montefiore Investment sur le secteur de l'« économie présenteielle » en 2005, de pouvoir créer plus durablement de la valeur en étant spécialisé qu'en se reposant uniquement sur les financements et les montages. Même si nous avons choisi une stratégie « élargie » à cinq secteurs : distribution, hôtellerie, loisirs-tourisme, services à la personne, services aux entreprises. Cela permet de bénéficier de cycles et de business models diversifiés.

Quels avantages y trouvez-vous ?

Avant une acquisition, cela permet globalement de gagner en temps et en pertinence dans l'analyse des sociétés. Après l'acquisition, cela dépend du positionnement stratégique. Notre approche décorrélée de l'environnement économique conjugue spécialisation et focus exclusif sur les opérations de croissance, ce qui nous amène à choisir les segments les plus défensifs, comme B&B (hôtellerie économique). Mais cette recherche de croissance implique

aussi de mettre des moyens dans le soutien stratégique d'entreprises en phase de transformation comme Homair Vacances (loisirs) ou Asmodée (distribution de jeux). Des moyens quantitatifs - avec chez nous autant de gérants que de participations - et qualitatifs - avec des compétences alliant techniques financières et connaissances spécifiques des secteurs.

Pour faire de la croissance externe ?

Oui, mais pas exclusivement. Le 'build-up' est devenu la réponse des « purs financiers » à la faiblesse de leur modèle. Certains pensaient pouvoir faire grossir les multiples de valorisation avec la taille de l'entreprise ou, mieux, racheter des PME à des multiples inférieurs pour revendre l'ensemble à un multiple avantageux. Cela n'a pas toujours été le cas et il s'avère qu'une entreprise plus grosse ne vaut pas forcément un multiple supérieur. Avant de reprendre une société en Allemagne présentant des complémentarités idéales pour AutoEscape (courtage en location de voitures), nous avons ainsi laissé passer beaucoup d'occasions (que d'autres auraient saisies) pour des raisons d'intégration difficile, de stratégie ou de prix inadapté.

nous permet d'allier création de valeur et diversification à l'heure où les grands investisseurs institutionnels cherchent à rationaliser le nombre de leurs gérants partenaires. » De ce point de vue, « un institutionnel qui souscrit plusieurs fonds sectoriels avec chacun des opérations spécifiques peut aussi éviter les 'redondances' de certains généralistes », juge Jean-Christel Trabarel. Sachant qu'une approche monosecteur impose effectivement aux investisseurs, ou à leurs fonds de fonds, d'organiser eux-mêmes leur diversification.

Autre idée, « il ne suffit pas d'avoir financé trois 'deals' dans un secteur pour en être un expert », nuance cependant Henri de Bodinat à propos de certains « multisectoriels ». « Les LBO devenant difficiles, les gérants doivent être capables d'accompagner l'entre-

prise à tous les niveaux », complète Sonia Trocmé-Le Page. Cela passe par des échanges techniques, l'apport d'informations, de réseaux commerciaux, d'aides à la décision... « Et aussi des solutions de sorties industrielles que les spécialistes sectoriels anticipent plus naturellement », précise Jean-Christel Trabarel, faisant le parallèle avec les cessions « stratégiques » de la Silicon Valley.

Sans aller jusqu'à suivre forcément certains gérants nord-américains qui augmentent leurs commissions de gestion, voire de performance - au motif qu'ils économisent les conseils stratégiques, les observateurs semblent convenir que les spécialistes d'un secteur donné sont, dans l'ensemble, susceptibles de faire mieux que les généralistes. ■