SORTIES : IL EST URGENT D'ATTENDRE !

Les cessions des entreprises détenues par les fonds se font toujours au compte-goutte malgré la pression des investisseurs pour le retour de liquidité et l'allongement de la durée de détention flirtant avec les sept années en moyenne.

NO EXIT sauf pour les pépites. Tel pourrait être le mantra qui a marqué le marché du private equity depuis près de trois ans. Alors que la guerre commerciale de Donald Trump a réduit en cendres les espoirs de reprise du M&A, les fonds lestés de milliers de participations rongent leur frein et reportent des process attendus de semestre en semestre. Selon un rapport de Bain & Company, les fonds de capital-investissement ont en portefeuille 28.000 entreprises à vendre dans le monde, représentant 3.200 mds$. En Europe, Goldman Sachs estimait fin 2024 que quelque 800 entreprises valorisées plus d'1 md€ et détenues par des actionnaires financiers depuis près de six ans seraient mises sur le marché. Mais l'attentisme ambiant n'a fait qu'allonger la durée de détention des actifs en portefeuille, passée de cinq ans en moyenne à près de sept ans. En France, la publication des résultats de l'activité des fonds d'investissement tricolores fin mars a fait également ressortir des « *cessions en-deçà des attentes* ». D'où l'urgence de réamorcer la pompe des sorties et de retourner des liquidités aux souscripteurs des fonds qui commencent à perdre patience.

Des roll-over faute d'acheteurs

« *La situation est très contrastée selon la taille des entreprises*, résume Michel Degryck, président d'Investec Advisory France. *Sur le large cap, les transactions sont gelées car les cibles sont plus exposées à l'international et aux incertitudes de l'environnement macro-économique, d'une part, et à la raréfaction des acquéreurs potentiels à des valorisations conformes aux attentes des cédants, d'autre part* ». De fait, à l'exception du carve-out des médicaments sans ordonnance de Sanofi, Opella, mené par le fonds américain CD&R pour une valorisation record de 16 mds, les opérations d'envergure se sont comptées sur les doigts d'une main ces derniers mois. « *Et celles qui ont réussi à voir le jour ont opté pour des roll-over plutôt que des refontes de tour de table* », pointe le banquier d'affaires, intervenu en buy-side dans le dernier LBO de Ceva. Pour son sixième buyout, d'une valeur d'entreprise tutoyant les 9 mds€, le laboratoire de santé animale a fait du neuf avec du vieux. Il n'a accueilli qu'un principal nouvel entrant, le fonds sectoriel spécialisé dans la santé Archimed, qui a misé à peine 400 M€ pour près de 10 % du capital, et a pu compter sur le réinvestissement massif de ses actionnaires historiques de long terme comme la holding de la famille Bettencourt-Meyers Téthys Invest, et le fonds de pension canadien PSP. « *Sur le cœur du midmarket, il y a moins de problème de liquidité mais le marché est focalisé uniquement sur les actifs qui cochent à la fois la case de l'hypercroissance et de la résilience* », poursuit le président d'Investec Advisory, qui annonce un « pipe » de belles sorties en LBO secondaire pour les prochains mois tandis que les actifs moins attractifs des portefeuilles des fonds attendront une mise sur le marché en 2026 et 2027. Avec l'arrivée du printemps, quelques opérations ont en effet ranimé une activité atone avec des valorisations dignes de l'euphorie post-covid. Ce fut le cas en mai du groupe d'enseignement spécialisé dans le paramédical Novétude, valorisé plus de 700 M€, soit environ 15 fois son Ebitda, lors d'un LBO *ter* conservant la position de majoritaire à son sponsor depuis 2020 Charterhouse et accueillant Peugeot Invest en minoritaire de référence.

Un marché ultra-polarisé

De son côté, le spécialiste de la nutrition clinique Nutrisens a suscité un appétit hors norme pour son troisième LBO débouclé également en mai. Sur un marché de la nutrition clinique porté par le vieillissement de la population, l'ETI lyonnaise a attiré aussi bien les *usual suspects* de l'upper-mid, dont Cinven, TA Associate, EQT et Cobepa, que des acquéreurs stratégiques comme Danone. Mais Cinven a accéléré en dernière ligne droite, remportant la mise pour une valorisation de plus de 700 M€, soit près de 17 fois l'Ebitda. Passé d'une trentaine de millions d'euros de revenus en 2013 à 220 M aujourd'hui, l'entreprise récolte le fruit de sa croissance boulimique et illustre la concurrence féroce que se livrent les investisseurs du large cap sur des cibles du midmarket, face à la rareté des beaux actifs sur leur segment historique. Le tropisme pour des secteurs à la croissance immune au contexte géopolitique n'a jamais été aussi avéré. « *La segmentation du marché s'est polarisée entre les 10 % d'actifs « premium » qui se valorisent à des multiples extravagants et le ventre mou des PME qui ont perdu beaucoup de traction auprès des fonds de private equity à l'achat* », résume Bertrand Thimonier, président d'Adviso Partners, qui observe « *la multiplication de « shadow process » pour tester le marché sans abîmer des actifs, ce qui laisse l'opportunité*



Bertrand Thimonier, président d'Adviso Partners



Michel Degryck, président d'Investec Advisory

de mener un process concurrentiel en bonne et due forme dans un second temps avec les paramètres de marché du moment ». Car malgré leur besoin d'investir une poudre sèche encore conséquente, les acheteurs financiers sont bien plus frileux et ne souhaitent pas atteindre le quota de 75 % de fonds déployés qui les obligerait à partir en levée dans un contexte défavorable.

Face à cette sélectivité accrue, les entreprises moyennes ne sont plus en vente sauf dans le cas de participations de véhicules en fin de vie dont les actionnaires sont prêts à accepter un ajustement de prix à la baisse. De quoi laisser le champ libre aux industriels qui ont désormais les coudées franches dans les process de sortie, et représentent parfois la seule option de cession pour des actifs restés trop longtemps sous actionnariat financier. Ce fut le cas récemment pour la cession industrielle d'Alkern. Détenu par Chequers Capital depuis 2016, le producteur de préfabriqués en béton générant 250 M€ de chiffre d'affaires vient d'être racheté par Holcim sur la base d'une valorisation estimée à 150 M€, soit loin des attentes initiales de son acquéreur qui avait déboursé 140 M il y a neuf ans. *Idem* pour la cession de la marque cosmétique Payot par LBO France en mars dernier. Valorisée un peu plus de 30 M€ lors de son LBO primaire il y a dix ans, le groupe de beauté chinois Ushopal lui en a offert un peu moins de 50 M à l'issue d'un process de gré à gré. Mais les acquéreurs industriels ne se bousculent pas pour autant au portillon, surtout auprès de certaines ETI biberonnées aux LBO depuis des décennies. Après un LBO 5 qui aura duré plus de 11 ans avec Seven 2, l'industriel agroalimentaire Europe Snack a ainsi été cédé à nouveau en septembre dernier à un financier, One Rock Capital Partners, qui l'aurait valorisé un peu plus de 800 M€, soit moins de 9 fois l'Ebitda. Encore peu connu sur le marché français, le fonds new-yorkais s'est d'ailleurs fait remarquer sur plusieurs enchères récentes, laissant planer l'espoir de nouveaux arrivant américains sur le marché tricolore pour s'offrir des cibles moins chères et moins confrontées aux aléas du trumpisme. « *Dans le secteur de l'industrie, les fonds américains représentent souvent une solution pour les cibles françaises délaissées par les usual suspects européens car considérées comme non compatibles avec les nouvelles contraintes ESG* », constate Michel Degryck.

Liquidité artificielle

Certes, c'est bien plus glorieux de vendre à un prestigieux acquéreur, mais les cédants ne sont pas toujours en mesure de faire la fine bouche et préfèrent servir un repas frugal à leurs investisseurs plutôt que de les laisser sur leur faim. « *Face à la pression sur le retour de liquidité de leurs LPs, les fonds de private equity seront tentés de céder des participations en essayant de coupler une belle sortie avec une cession moins reluisante pour équilibrer la bonne et mauvaise nouvelle* », souligne Bertrand Thimonier. « *Le fonds de continuation, quant à lui, reste un fusil à un coup à utiliser uniquement quand le prix de marché est perçu comme inférieur à la valorisation intrinsèque de la participation* », poursuit le fondateur de la boutique M&A, spécialisée dans le lower-mid cap. De fait, la créativité des fonds d'investissement été grandement stimulée depuis trois ans, débouchant sur des techniques nouvelles pour apporter de la liquidité à leurs souscripteurs avec la généralisation des fonds de continuation, logeant l'entreprise dans un nouveau véhicule *ad hoc* souscrit par des fonds secondaires, ou des opérations de « fund to fund » transférant une participation d'un véhicule à un autre du vintage successeur avec la caution de nouveaux entrants minoritaires. Cette ingéniosité à créer de la liquidité de manière artificielle reste toutefois cantonnée à des entreprises triées sur le volet, histoire de prendre son mal en patience avant le véritable redémarrage des cessions.

[HOUDA EL BOUDRARI