

# LE SMIDCAP NAVIGUE ENTRE DEUX EAUX

Longtemps, on s'est gargarisé de la résilience du small cap, de la profondeur de son marché et de son « a-cyclicité » qui l'auraient épargné de l'impact de la montée des taux et des turpitudes macroéconomiques et géopolitiques. Mais force est de constater que les segments du small et lower midcap n'ont pas échappé à la traversée du désert du private equity depuis trois ans. Les tickets d'investissement entre 5 et 50 millions d'euros ont poursuivi leur recul, en montants et en nombre, au premier semestre de 2024 d'après les statistiques de France Invest publiées cet automne, qui font ressortir également le ralentissement de l'activité de capital-développement en lien avec la baisse du volume de transactions primaires. Seuls les investissements de taille inférieure à 5 millions d'euros restent soutenus dans une activité surtout tournée vers des réinvestissements dans des entreprises en portefeuille, notamment pour des build-up. « Le volume de deal flow sur le smidcap – et plus encore sur le small – est resté significatif, mais les projets qui ne permettent pas d'aller jusqu'à la transaction sont toutefois plus nombreux », constate Olivier Jarrousse, associé-gérant d'UI Investissement, qui dispose d'une bonne visibilité sur le marché avec sa plateforme de 1,5 milliard d'euros sous gestion, investissant via des fonds régionaux, nationaux et sectoriels des tickets allant de 1 à 50 millions d'euros. « Ainsi, les projets dont l'étude est approfondie sont environ deux fois moins nombreux en 2024 comparativement aux années précédentes. Néanmoins, la profondeur de marché du smidcap reste suffisante pour nourrir notre activité », poursuit le cofondateur de la plateforme.

## ATTENTISME SUR TOUS LES FRONTS

Face à la détérioration de la qualité du deal flow et à la fragilisation de pans entiers du tissu économique, les investisseurs ont forcément levé le pied. Un attentisme que l'on note aussi bien sur le front du déploiement que sur celui des cessions, de peur de

« LE VOLUME DE DEAL FLOW SUR LE SMIDCAP - ET PLUS ENCORE SUR LE SMALL - EST RESTÉ SIGNIFICATIF, MAIS LES PROJETS QUI NE PERMETTENT PAS D'ALLER JUSQU'À LA TRANSACTION SONT TOUTEFOIS PLUS NOMBREUX »  
OLIVIER JARROUSSE,  
UI INVESTISSEMENT



PLUS PROFOND ET MOINS AFFECTÉ PAR LES TURBULENCES MACROÉCONOMIQUES QUE LE LARGE ET LE MIDMARKET, LE MARCHÉ DU SMALL ET LOWER MIDCAP NE SORT PAS POUR AUTANT INDEMNÉ DE CES TROIS ANNÉES DE VACHES MAIGRES. LES ÉQUIPES S'ACTIVENT SUR LES BUILD-UP POUR CONVAINCRE LES LPS D'UN PROCHAIN RETOUR DE LA LIQUIDITÉ.



« LES MÉCANISMES D'AJUSTEMENT DE PRIX SE GÉNÉRALISENT AVEC L'ADOPTION, D'UNE PART, DE CLAUSES D'EARN-OUT DANS LE CAS DE SORTIES INDUSTRIELLES ET, D'AUTRE PART, L'INTRODUCTION D'INSTRUMENTS DE RATCHET POUR LES ACQUÉREURS FINANCIERS, LEUR PERMETTANT DE SE RELUER SI L'EBITDA DE RÉFÉRENCE S'AVÉRAIT INFÉRIEUR AU PRÉVISIONNEL », OLIVIER RENAULT, LAMARTINE CONSEIL

l'adoption, d'une part, de clauses d'earn-out dans le cas de sorties industrielles et, d'autre part, l'introduction d'instruments de ratchet pour les acquéreurs financiers, leur permettant de se reluer si l'Ebitda de référence s'avérait inférieur au prévisionnel », indique Olivier Renault, associé de Lamartine Conseil. Pourtant, la dernière édition du baromètre Argos publiée en novembre a révélé une hausse surprenante des multiples de valorisation à 9,5 fois l'Ebitda au troisième trimestre de 2024 après une baisse continue depuis 2021 (*lire actu page 13*). Encore plus inattendu, cette remontada est essentiellement due aux acquéreurs financiers, qui ont déboursé un multiple médian de 10,1 fois l'Ebitda, creusant l'écart avec les industriels restés sagement à 8,8 fois. « L'indice Argos n'est pas très parlant dans le contexte actuel de faible volume, car les fonds ont vendu leurs meilleurs actifs pour améliorer leur DPI, ce qui crée un biais sur les valorisations »,

devoir abîmer des actifs par des process avortés. « Constitués en pleine frénésie des transactions post-Covid, les portefeuilles des fonds lower midcap sont globalement encore jeunes. Ils peuvent encore attendre deux ou trois ans avant d'accélérer les cessions », souligne Charles Guigan, fondateur de la boutique M&A Eurvad. « Et côté achat, même s'il y a encore beaucoup de dry powder sur le marché, certains investisseurs freinent pour ne pas atteindre le quota de 75 % de fonds déployés qui les obligerait à partir en levée dans un contexte défavorable », poursuit-il.

« Dans ce contexte d'incertitude, nous avons relevé notre niveau de prudence avec une attention particulière portée sur tous les dossiers où le prisme des menaces est étudié plus longuement et attentivement qu'auparavant », témoigne Benjamin Arm, directeur général d'IdiCo. De fait, alors que la locked box pour verrouiller les prix était devenue la norme dans l'euphorie des années post-Covid, son usage est en net repli ces dernières années. « Les mécanismes d'ajustement de prix se généralisent avec

analyse le banquier d'affaires d'Eurvad, Charles Guigan. Car la pression sur les cessions varie chez les fonds selon qu'ils ont levé récemment ou qu'ils sont en cours de fundraising et doivent retourner de la liquidité à leurs LPs en toute urgence.

#### L'ÉTAU SE DESSERRE (UN PEU) SUR LES LEVÉES

« La liquidité est clé dans les critères de re-up des LPs, confirme Nicolas Eschermann. Comparativement au large cap et à l'upper mid, le segment du lower mid a continué à fonctionner et à assurer une régularité de déploiement et de distribution pour les souscripteurs de la classe d'actifs, ce qui s'est traduit par une prime dans un contexte de capital plus sélectif », poursuit le responsable des relations investisseurs de Siparex, qui vient de finaliser la levée de Siparex Midcap 4 en dépassant son hard cap de 300 millions d'euros, soit une hausse ●●●

## PLATEFORMISATION INÉLUCTABLE ?

« Les acteurs du smidcap marchent dans les traces de leurs confrères du mid et du large sur la voie de la plateformisation », souligne Dominique Gaillard, cofondateur d'Armen, qui se positionne justement sur ce marché pour offrir des solutions de financement aux sociétés de gestion souhaitant développer de nouvelles stratégies et monter en puissance. « La consolidation devra inéluctablement s'accélérer dans les prochaines années », poursuit l'ancien dirigeant d'Ardian, qui s'est associé avec Laurent Bénard, ex-DG de Capza, et Renaud Tourmente, son ex-COO, à la tête du pionnier européen des GP-stakes dans le lower midcap il y a deux ans. Après avoir inauguré son portefeuille avec le spécialiste de la transition énergétique RGreen Invest en avril 2023, puis pris une participation minoritaire dans le fonds de deeptech Jolt Capital au début de 2024, Armen a signé deux investissements dans deux fonds de dette britannique, Chorus Capital, un acteur de niche spécialisé dans les risk-sharing-transactions, et Signal

Capital, une société de gestion investissant dans les crédits adossés à des actifs réels. S'il n'a pas encore trouvé son bonheur dans le segment du buyout smidcap, il étudie le marché avec grand intérêt. « Les sociétés de gestion ont traditionnellement peu de fonds propres, elles ont besoin d'acteurs comme nous pour du cash-in, surtout dans le contexte actuel », assure Dominique Gaillard.



Dominique Gaillard



« LA BAISSÉ DE L'ACTIVITÉ APRÈS LA FRÉNÉSIE DES ANNÉES POST-COVID A CRÉÉ PLUS DE BANDE PASSANTE CHEZ LES DIRIGEANTS POUR SE CONSACRER AUX BUILD-UP », PATRICE VERRIER, ABENEX

... de près de 80 % par rapport à son prédécesseur clôturé en 2018, à 170 millions. Une performance plutôt exceptionnelle dans un contexte où les durées des levées s'allongent et où les objectifs sont régulièrement revus à la baisse. D'après le dernier baromètre Coller publié au début

de décembre, 90 % des LPs ont reçu une demande d'extension de la période de levée et 61 % ont vu au moins un de leurs fonds partenaires se closer en-dessous de l'objectif initial (*lire actu page 13*). Près de 9 LPs sur 10 pensent ainsi refuser de réinvestir avec certains gérants de leur portefeuille actuel au cours des 12 prochains mois, compte tenu du resserrement des contraintes de liquidité.

Cette fermeture du robinet des allocations se ressent toutefois plus dans les segments hauts du midmarket faisant appel aux grands institutionnels internationaux sondés par le baromètre Coller Capital. L'état semble se desserrer progressivement pour les fonds smidcap actuellement en levée même s'ils multiplient les closings intermédiaires avant d'arriver à leurs fins. Certains osent même se lancer dans de nouvelles stratégies. En cours de levée du deuxième millésime de son fonds small cap qui vise un objectif de 150 millions d'euros, dont plus des deux tiers sont déjà collectés, Abenex a lancé en début d'année un first time fund dédié à la décarbonation des PME industrielles avec un objectif de 150 millions d'euros (*lire « La décarbonation, nouvelle frontière des fonds de private equity » dans notre numéro 192, de février 2024*). « Nous n'avons certainement pas choisi le meilleur timing pour lancer une nouvelle stratégie, mais elle s'inscrit dans la suite logique de notre certification BCorp et de notre statut d'entreprise à mission », explique l'associé Patrice Verrier, qui compte sur la cohérence de son positionnement et la rareté des fonds à impact sur le segment du LBO pour atteindre son objectif.

D'autres voient également le retour d'un appétit mesuré après des mois de régime sec. « Sur le front des levées, les années 2022 et 2023 ont été plus difficiles que cette année. Il a fallu laisser le temps aux LPs de réaligner leurs attentes et de réajuster leurs portefeuilles avant d'être à nouveau disponibles », confie Benjamin Arm, directeur général d'IdiCo, qui mène simultanément la levée de ses fonds de LBO small cap et de dette privée. Deux ans après son adossement à l'Idi, l'ex-activité smidcap d'Omnes vient d'annoncer les premiers closings d'IdiCo Expansion 4 et d'IdiCo Mezzanis 4, d'un montant de 80 millions d'euros chacun pour un objectif final respectif de 200 et 250 millions d'euros. « Pendant deux ans, les LPs n'étaient intéressés que par le DPI alors que, depuis quelques mois, ils abordent à nouveau des sujets de performance et d'accompagnement des participations du portefeuille », poursuit le GP (*lire aussi le dossier page 30*). Ainsi, faute de sorties sonnantes et réverbérantes, les souscripteurs de la classe d'actifs exigent au moins que le temps de détention à rallonge serve à travailler le portefeuille. Car si les stratégies de buy-and-build ne sont pas une nouveauté en soi, elles sont devenues l'alpha et l'oméga de la création de valeur chez toutes les équipes de private equity.

#### LE SALUT VIENDRA DU BUILD-UP

« La baisse de l'activité après la frénésie des années post-Covid a créé plus de bande passante chez les dirigeants pour se consacrer aux build-up », souligne Patrice Verrier, associé-gérant d'Abenex, qui a signé

18 croissances externes pour ses participations ces douze derniers mois et devrait en concrétiser huit, actuellement en exclu, au cours des prochaines semaines. Des acquisitions qui interviennent parfois tard dans le cycle d'accompagnement, comme ce fut le cas pour Hygeco, fournisseur de solutions, équipements et consommables pour les laboratoires de post-mortem et de pathologie, accompagné depuis 2017 par Abenex et qui vient de signer un rachat au Royaume-Uni en novembre. « Les build-up ne retardent pas forcément la sortie quand la plateforme d'acquisition a déjà fait la preuve de ses capacités d'intégration », pointe Patrice Verrier. Certains sont même capables de « vendre » un pipe de nouvelles acquisitions non encore concrétisées comme vient de le faire FCDE avec le fournisseur de dispositifs médicaux à usage unique Didactic, cédé à UI et Geneo au bout de trois ans de détention pour un prix doublé par rapport à la quarantaine de millions d'euros du LBO de 2021 (*lire deal page 42*). Encore faut-il cocher la bonne case sectorielle.

#### MOINS DE VALEURS SÛRES SECTORIELLES

« Nous sommes assez agnostiques sur les secteurs d'investissement, à l'exclusion du BtoC et des métiers cycliques et avec de forts besoins en capitaux. Nous nous intéressons tout de même à la filière aéronautique et à certaines industries de niche qui peuvent se révéler compatibles avec le buyout si on intervient au bon moment du cycle », détaille le directeur général d'IdiCo, Benjamin Arm, qui vient de mener un LBO majoritaire sur Slat, un concepteur de systèmes d'alimentation électrique de sécurité pour les applications critiques en décembre (*lire deal page 43*), et d'investir cet été au capital de Loré, un éditeur bordelais de logiciels SaaS dédiés aux investisseurs et gérants immobiliers. Il faut dire que le software est encore un des rares secteurs n'ayant subi aucune érosion des valorisations, voire une poursuite d'inflation due à la rareté des actifs disponibles sur tous les segments de marché. « Les dossiers d'éditeurs SaaS sont des "no brainers" pour les investisseurs tant la récurrence de leur activité prémunit contre les mauvaises surprises liées aux soubresauts économiques », confirme Benjamin Arm.

## SORTIR DES SENTIERS BATTUS

L'ère où les banquiers d'affaires envoyaient 25 mémos en espérant 10 LOI serait donc révolue. Place aux process resserrés autour de quelques acteurs triés sur le volet pour leur compatibilité avec l'actif à céder. « Dans un marché plus indécis et chahuté, il faut savoir sortir des sentiers battus et provoquer des process sans attendre le parfait alignement des planètes », glisse Hadrien Mollard, managing partner d'Oaklins, qui cite l'exemple du fabricant d'emballages pour les marques de cosmétique Pinard qu'ils ont identifié dans le portefeuille d'IK. Le conseil M&A a convaincu l'investisseur d'accélérer son calendrier de cession, initialement prévu en 2025, en lui apportant sur un plateau un duo d'acquéreurs sur mesure : le fonds britannique Bluegem, repéré notamment du fait de sa volonté de consolider l'amont de la chaîne de valeur du consumer, et le first time fund Arev Partners, qui s'était déjà positionné sur des dossiers similaires.

L'activisme d'Oaklins sur le smidcap se traduit également par la structu-

ration d'une offre dédiée au buy-and-build grâce à l'intégration de la petite équipe spécialisée Wanda Corporate Finance (*lire actu page 9*). « Il nous est déjà arrivé de sourcer des build-up pour des actifs qu'on connaissait bien, mais nous n'avions pas un savoir-faire dédié au screening du marché et nécessitant une agilité dédiée pour les plateformes acquises des fonds », explique Hadrien Mollard.



Hadrien Mollard



## LE LOWER MID S'INTERNATIONALISE

La grande tendance des derniers mois est d'aller faire ses emplettes hors des frontières de l'Hexagone pour renforcer la diversification géographique des participations. « Face au ralentissement des transactions de LBO, nous nous sommes recentrés sur notre portefeuille en multipliant des opérations de build-up, avec un prisme plus important à l'international », abonde Florent Lauzet, associé de Siparex, responsable de l'activité ETI, qui a notamment signé deux acquisitions au Royaume-Uni pour le fabricant de matériel médical Winnicare qu'il contrôle depuis 2021.

Sans nier les difficultés structurelles de la France et le marasme politique dans lequel elle est embourbée depuis des mois, le marché du smidcap tricolore, profond et diversifié, souffre moins de la comparaison avec le Mittelstand allemand, frappé de plein fouet par la crise automobile et la baisse de ses exportations. « Le marché allemand s'ouvre aux acquéreurs français pour des build-up alors qu'il était très difficile d'accès il y a encore quelques années », constate Nicolas Eschermann, membre du comité exécutif chargé des relations investisseurs chez Siparex, qui a également ren-

forcé sa présence à Milan cet automne. « La tendance actuelle est de constituer des équipes pan-européennes sur le lower midcap, ce qui était auparavant l'apanage des acteurs de l'upper mid », fait remarquer l'associé, qui vante la robustesse de sa plateforme aux six lignes de métier et 3,7 milliards d'euros sous gestion pour permettre cette expansion avec six bureaux en France, trois en Europe (Berlin, Bruxelles, Milan) et des partenariats en Afrique et en Amérique du Nord.



Florent Lauzet

Hormis les éditeurs de logiciels, les investisseurs sont allés chercher la récurrence et la résilience dans d'autres sphères moins glamour. « Certains secteurs ont été particulièrement prisés en 2024, comme les activités réglementées, des segments de la santé encore peu consolidés (lire focus page 18), des verticales sur les experts-comptables ou les géomètres-experts, ou encore des services BtoB dans le secteur du BTP », analyse Olivier Renault, associé de Lamartine Conseil, qui voit se développer le tropisme sectoriel des acteurs du lower mid, avec la généralisation des stratégies de plateformes de buy-and-build. « Nombreuses sont les équipes de gestion qui choisissent une ou deux verticales à consolider et agrègent des add-on sur une structure pivot. Encore faut-il bien choisir sa niche sectorielle, disposer de poches suffisamment profondes pour financer les acquisitions et du bon manager, à la fois capable de bien acheter les petits acteurs et suffisamment "surdimensionné" pour absorber la croissance et structurer le changement de taille de la plateforme », poursuit l'avocat spécialisé dans le smidcap. L'équation n'est pas si simple malgré son évidence sur le papier et les promesses aux LPs. En témoignent les exemples de plateformes ratées sur des segments des plus résilients comme le courtage d'assurances, avec le lender-led récent d'Entoria, les cabinets dentaires, avec le fiasco de Dentego qui vient de passer sous le contrôle de ses financiers, ou encore la radiologie, avec plusieurs process avortés ces derniers mois. « Après un engouement généralisé pour certains secteurs comme l'éducation et la santé, le mouvement inverse de recul est perceptible, sans discernement pour la qualité intrinsèque des actifs en dehors du prisme sectoriel », souligne Charles Guigan, fondateur de la boutique M&A Eurvad qui s'est fait une spécialité des secteurs de l'enseignement et de la tech. « La santé subit aussi le contrecoup de l'instabilité politique et des craintes autour des déficits publics. Cette situation crée un certain attentisme de la part des investisseurs de toute la place et notamment des internationaux », relève Olivier Jarrouse, associé-gérant d'UI Investissement, qui a d'ailleurs subi, cet été, le revirement soudain d'Antin

Infrastructure Partners à quelques jours d'un closing. Le fonds d'infrastructures coté a brutalement renoncé à l'acquisition d'Excellence Imageirie après avoir valorisé le groupe francilien de radiologie aux 30 millions d'euros d'Ebitda quelque 500 millions d'euros. Les investisseurs du private equity étant, il faut bien l'admettre, assez moutonniers, il devient plus difficile de trouver aujourd'hui des secteurs qui remplissent tous leurs critères de croissance et de résilience.

### AGGLUTINATION SUR LE SMID

« Ce qui a caractérisé cette année 2024, c'est la diversité des dossiers sur lesquels nous sommes intervenus », pointe Hadrien Mollard, managing partner d'Oaklins, qui a œuvré aussi bien sur des dossiers de place comme le LBO primaire de l'éditeur SaaS de logiciels de collecte, d'analyse et de visualisation de données Sahar, remporté par Montefiore en juin, que sur des dossiers plus atypiques comme le diamantaire Rubel & Menasché, qui a troqué ce printemps son actionnaire majoritaire depuis 2019, Axio Capital, contre Perwyn, qui a misé un ticket d'environ 30 millions d'euros au côté du management relégué à une position de léger majoritaire. La holding d'investissement de la famille Perrodo (à la tête de la compagnie pétrolière Perenco), qui a ouvert son bureau parisien en 2023, signalait là son quatrième investissement, ajoutant un nouvel acteur dans le paysage déjà bien encombré du smidcap français (lire aussi page 44 *le deal Keobiz – cabinet Jacques Rozenbaum et Audit conseils finance*). Car, entre les nouveaux acteurs apparus ces dernières années, les acteurs du midcap descendus sur le lower mid faute d'activité sur leur segment historique et l'offensive des family offices, le marché des PME fait l'objet d'une forme d'agglutination qui exacerbe la concurrence sur les plus beaux actifs. « On constate également l'intérêt des family offices ou de certains fonds d'entrepreneurs pour les "nanocaps", qui nécessitent davantage d'expertise entrepreneuriale que financière, ainsi que l'émergence d'acteurs avec des thèses différenciantes comme For Talents, spécialisé dans le soutien aux transmissions intrafamiliales (*le fameux « passage de flambeau », lire Stratégie dans Private Equity Magazine n° 199*), un positionnement plutôt contre-intuitif par rapport au parti pris originel

du LBO favorisant la montée en puissance de managers rarement issus de la famille fondatrice. Les fonds et acteurs financiers sponsorless sont également devenus une alternative à part entière pour des entrepreneurs ne souhaitant pas se diluer ou des équipes de management voulant prendre ou conserver le contrôle de leur capital », développe Olivier Renault, chez Lamartine Conseil.

Devant l'élargissement de ce champ des possibles, les fonds lestés de portefeuilles à céder devraient bien trouver des raisons d'espérer dans les prochains mois. « Tout le monde attend une véritable reprise en 2025, mais encore faut-il que les current trading suivent, expose Charles Guigan, d'Eurvad. La force du small cap étant tout de même la diversité des profils et la profondeur du marché, qui permet, dans tous les scénarios de marché, de trouver des actifs en croissance et/ou des moments favorables à une transition capitalistique ou entrepreneuriale, indépendamment de l'environnement macroéconomique. » ■ **H.E.B.**

« LES DOSSIERS  
D'ÉDITEURS SAAS SONT  
DES "NO BRAINERS" POUR  
LES INVESTISSEURS TANT  
LA RÉCURRENCE DE LEUR  
ACTIVITÉ PRÉMUNIT CONTRE  
LES MAUVAISES SURPRISES  
LIÉES AUX SOUBRESAITS  
ÉCONOMIQUES »,  
BENJAMIN ARM, IDICO

