

# PRIVATE EQUITY

M A G A Z I N E

N° 178 ■ Septembre 2022

L'équipe d'Armen, emmenée par Dominique Gaillard, Laurent Bénard et Renaud Tourmente, compte 13 personnes, dont deux sont basées à Londres.

# PLEIN PHARE SUR LE GP-STAKE

Les plateformes françaises découvrent progressivement les bienfaits du GP-stake. La first time team Armen se positionne pour s'emparer de ce marché naissant. Enquête sur un mode alternatif de financement des sociétés de gestion. p. 22



## HISTOIRE

**PERCEVA** a remis **OCÉALLIANCE** sur la carte des pêcheurs français. > p. 26



## MÉGATENDANCES

ÉPISODE 1 - **LA DÉMOGRAPHIE**, une mégatendance à multiples facettes. > p. 28



## ENQUÊTE

**MIDMARKET** : jusqu'ici, tout va (presque) bien. > p. 34



## DEAL DU MOIS

**ZEPLUG** et **BUMP** séduisent des fonds d'infras paneuropéens. > p. 40

Le marché du GP-stake frémit en France et en Europe sous l'impulsion de sociétés de gestion désireuses de pousser les feux de la croissance en levant des fonds toujours plus gros ou en déployant de nouvelles stratégies. Côté offre, Armen se positionne sur un créneau pour l'instant peu couvert par les pionniers américains.

PLEIN  
PHARE  
SUR LE

GP-STAKE

Il y a quelque chose de paradoxal à miser sur la Bourse pour financer sa croissance lorsque l'un de ses métiers consiste précisément à proposer aux GPs une alternative à l'IPO (lire aussi encadré page 24). C'est pourtant le choix fait en 2020 par Blue Owl, issu du rapprochement entre le pionnier du GP-stake Dyal Capital Partners, qui gérait à l'époque 23,3 milliards de dollars, et l'investisseur en dette privée Blue Owl, 23,7 milliards de dollars d'encours. En fusionnant avec le Spac Altimar le 20 mai 2020, le groupe a signé l'une des plus importantes IPO de cette année-là, selon le classement établi par Morningstar, atteignant une capitalisation boursière de 5,29 milliards de dollars. À peine deux ans après cette opération couronnée de succès, en mars dernier, Bloomberg se faisait l'écho du projet de Blue Owl de coter séparément son activité de GP-stake issue de Dyal sur le London Stock Exchange. Il verrait le jour au second semestre de 2023, sur la base d'une valorisation estimée à plus de 10 milliards de dollars.

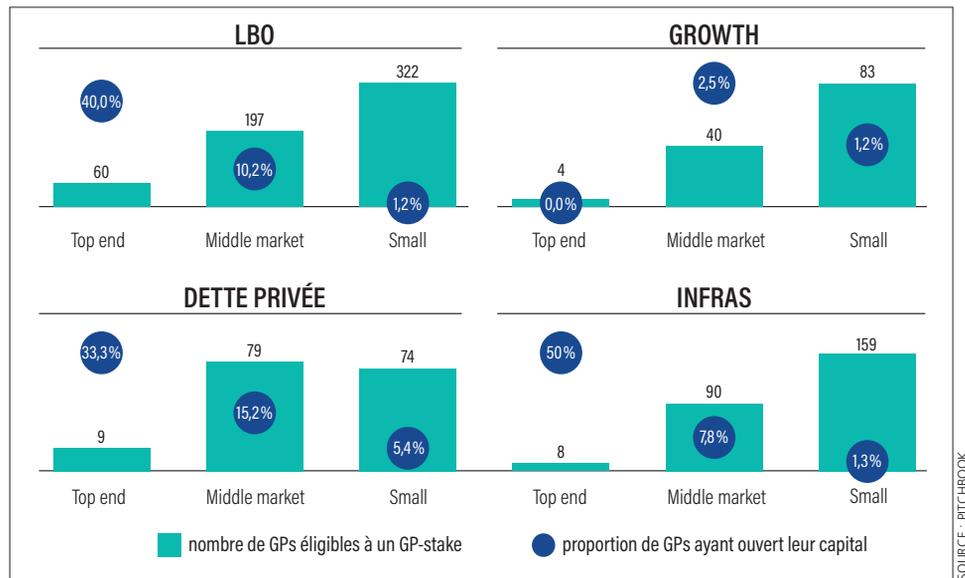
Si elles sont menées à terme, ces grandes manœuvres auront évidemment comme principal objectif de doter Dyal Capital Partners de moyens supplémentaires pour accélérer son développement. À l'horizon de 2025, cette activité doit avoir plus que doublé de taille, a annoncé Blue Owl à l'occasion d'une journée investisseurs le 20 mai dernier : son chiffre d'affaires est attendu à 800 millions de dollars, contre 359 millions en 2021, soit une croissance annuelle de 22 %. Parmi les moteurs de cette expansion, la société citait sa part sur le marché du GP-stake, qui représente un avantage concurrentiel significatif, le réseau des relations qu'elle a tissé depuis plus de dix ans qu'elle évolue sur ce marché ou encore les barrières à l'entrée qui limitent la concurrence.

Il y a fort à parier aussi que Dyal pousse les feux en Europe, où la pénétration du GP-stake reste limitée par opposition aux États-Unis où il a contribué à faire émerger ces stratégies il y a plus de dix ans, et singulièrement en France. D'ailleurs, ces bruits de marché autour d'une IPO à Londres de la société de gestion spécialisée résonnent avec d'autres rumeurs entendues cet été faisant état de discussions entre cette dernière et PAI Partners pour aboutir à une primo-ouverture du capital du GP français. Contactés, les dirigeants de PAI n'ont pas donné suite à nos sollicitations. Les associés du fonds d'infrastructures Meridiam seraient eux aussi disposés à accueillir un actionnaire minoritaire afin d'amplifier leur croissance, toujours selon Bloomberg.

### ACCOMPAGNER LES STRATÉGIES DE PLATEFORMES

« Le marché français est mûr pour des transactions de GP-stake, car il est l'un des plus dynamiques d'Europe. Les GP-stakers

## UN ÉNORME POTENTIEL DE CROISSANCE ENCORE INEXPLOITÉ



Dans son étude de juillet 2021, PitchBook a tenté de définir le marché adressable par les fonds de GP-stake et de mesurer leur taux de pénétration. Le résultat est sans appel : non seulement, ils se concentrent majoritairement sur les stratégies de LBO et de dette privée, mais, de surcroît, délaissent une grande partie de chacune de ces classes d'actifs en ciblant les acteurs de plus grande taille.

anglo-saxons s'y intéressent davantage qu'il y a quelques années après avoir constaté qu'il recèle de nombreuses sociétés susceptibles de faire l'objet de LBO et que les fonds de private equity qui y exercent réalisent de belles performances. Certaines sociétés de gestion françaises sont donc des pépites ! » résume Sabina Comis, associée chez Dechert. De fait, la thèse d'investissement de ces fonds spécialisés dans l'acquisition de participations minoritaires au capital de sociétés de gestion repose bel et bien sur la perspective d'une ex-

« Nous avons mis en place une boîte à outils répondant aux enjeux connexes au métier d'investisseur dans lequel nous n'avons pas vocation à nous immiscer, puisque nous ne siégerons pas aux comités d'investissement »,  
Renaud Tourmente, Armen



pansion de la taille de leurs fonds, et donc de leurs actifs sous gestion globaux, qui servent d'assiette aux 2 % de management fees. L'essor de ce marché est donc étroitement lié à celui des plateformes multi-stratégies et aux mouvements de consolidation qui défrayent régulièrement la chronique.

« En Europe, le business model dominant en private equity était historiquement basé sur une équipe qui levait un fonds sur une verticale précise. La rentabilité de ses management fees suffisait le plus souvent à la faire vivre sans qu'il soit nécessaire de la compléter par un renforcement des fonds propres. Seulement, ces investisseurs s'aperçoivent progressivement qu'il leur faut diversifier leurs stratégies et aller vers la constitution d'une plateforme pour des raisons d'attractivité de leur marque, d'internationalisation de leur base de LPs, de rétention de leurs talents... Dès lors, ils ont face à eux deux possibilités : soit ils amorcent une nouvelle stratégie en misant sur leurs moyens internes et en contribuant à la financer, soit ils rachètent une équipe déjà constituée. Dans les deux cas, il leur faudra des fonds propres supplémentaires pour mener à bien ces projets », met en perspective Dominique Gaillard, cofondateur d'Armen, premier fonds de GP-stake européen, qu'il a porté sur les fonds baptismaux en association avec Laurent Bénard, ancien directeur général de Capza.

Ce dernier complète : « C'est pourquoi 80 % de notre portefeuille sera composé de sociétés de gestion européennes affichant 1 ●●●

... à 10 milliards d'euros d'encours, gérant entre une et trois ou quatre stratégies et nécessitant une structuration accrue de leurs process pour soutenir leur croissance. Le solde sera alloué à des GPs qui entament cette expansion et commencent à lancer des fonds adjacents à leur stratégie historique. Ils gèrent généralement moins d'un milliard d'euros. »

### PROBLÉMATIQUES CONNEXES AU MÉTIER DE L'INVESTISSEMENT

Ainsi positionné, Armen souhaite traiter avec des sociétés de gestion du midmarket européen auquel les fonds américains de plusieurs milliards de dollars ne sont pas adaptés. Ainsi, Dyal a déjà réuni 9 milliards de dollars pour son flagship de cinquième génération, soit autant que pour son véhicule précédent, et sa levée se poursuit. Son premier vintage, millésime 2012, avait réuni 1,3 milliard de dollars ; à titre de comparaison, le first time fund Armen vise 400 millions d'euros. D'ailleurs, selon une étude PitchBook\* de 2021, 42,4 % des GPs ayant ouvert leur capital à un fonds de firme au niveau mondial gèrent des fonds supérieurs à 15 milliards de dollars. La tranche 1,5-



« Le marché français est mûr pour des transactions de GP-stake, car il est l'un des plus dynamiques d'Europe. Les GP-stakers anglo-saxons s'y intéressent davantage qu'il y a quelques années après avoir constaté qu'il recèle de nombreuses sociétés susceptibles de faire l'objet de LBO », Sabina Comis, Dechert

« Nous avons mis en place une boîte à outils répondant aux enjeux connexes au métier d'investisseur dans lequel nous n'avons pas vocation à nous immiscer, puisque nous ne siégerons pas aux comités d'investissement. Il peut s'agir par exemple d'aider à la création d'une filiale dans un pays étranger, ce qui suppose de connaître les réglementations locales, comme nous venons de le faire au Royaume-Uni pour notre propre compte. Notre soutien concerne aussi l'internationalisation de la base de LPs – nous avons des associés en interne qui aideront à la commercialisation des fonds des GPs chez qui nous investirons –, la digitalisation nécessaire de la relation client lorsque l'on passe le cap de la plateforme multi-stratégies, mais aussi des thématiques comme l'ESG ou la cybersécurité », détaille Renaud Tourmente, qui a rejoint le binôme fondateur d'Armen en provenance de chez Capza. Agréée en France depuis le 7 septembre, cette first time team compte actuellement 13 membres, dont deux sont basés à Londres, et cherche à en recruter deux autres.

En plus de ce financement de la croissance, le recours à une transaction de GP-stake peut intervenir comme solution à deux autres problématiques. La première est d'apporter de

4 milliards a représenté 6,4 % des deals et celle comprise entre 4 et 8 milliards, 13,1 %. En France, une société de gestion comme PAI Partners affiche 25,4 milliards d'euros d'encours.

À l'échelle de la planète, les LPs suivent en tout cas de près le phénomène : dans la dernière édition du baromètre estival de Coller Capital, 47 % d'entre eux ont déclaré investir ou prévoir d'investir dans des fonds de firme. Quatre ans plus tôt, ils n'étaient que 36 % à formuler cette réponse.

Sûrs de leur positionnement sur un segment qui se retrouve de fait sous-couvert (voir aussi graphique page 23), et forts de leurs expériences passées, l'ex-président de France Invest et d'Aradian France et l'ancien numéro 2 de Capza souhaitent proposer un accompagnement opérationnel aux dirigeants de ces firmes en croissance.



Alain Rauscher

Avec ses près de 30 milliards d'euros sous gestion, Antin Infrastructure Partners aurait été parfaitement éligible à un investissement minoritaire d'un fonds de firme américain. Pourtant, le GP spécialisé en infrastructures a préféré tenter l'aventure de l'introduction en Bourse, couronnée de succès le 24 septembre 2021 : il a signé ce jour-là la plus importante IPO de l'année sur Euronext Paris et cristallisé une valorisation de plus de 4 milliards d'euros. « Compte tenu de nos fortes ambitions de croissance, nous avons pris la décision de mettre en place des financements alternatifs et commencé à réfléchir à la possibilité de mener une opération de GP-stake, raconte Alain Rauscher,

## ANTIN INFRASTRUCTURE PARTNERS A FAIT LE CHOIX DE L'IPO

cofondateur d'Antin IP. Nous en avons parlé avec l'un des pères fondateurs de cette industrie, Saul Goodman, senior managing director d'Evercore, et vu qu'il y avait de la valeur à créer de cette manière. Toutefois, celle-ci n'était pas très éloignée de celle à laquelle nous pouvions prétendre en nous introduisant en Bourse. Il nous a donc semblé que l'IPO était la meilleure solution pour nous dans la mesure où nous inscrivions cette opération dans une démarche de long terme : un GP-stake est utile lorsqu'un fondateur souhaite céder ses parts à un bon prix, ce qui n'est pas notre cas, mais présente le risque d'inciter les autres associés à vendre pour profiter de cette valorisation à un instant T. À notre sens, ce n'est donc pas une solution à long terme. À l'inverse, l'IPO s'accompagne d'une période de lock-up de trois ans

au cours de laquelle aucun associé n'a le droit de vendre ses titres, ce qui est une manière de retenir tout le monde à bord de l'entreprise et de donner à tous les actionnaires une juste valeur de leurs actions. »

### La Bourse, porte de sortie pour les fonds de GP-stake

En devenant société cotée, Antin IP s'est évidemment retrouvée confrontée à toutes les exigences qu'implique ce statut en termes de transparence, de couverture par les analystes, de liquidité... « Évidemment, nous devons expliquer notre modèle d'investissement, qui est spécifique par rapport à ce que les praticiens de la Bourse connaissent. Par exemple, il nous faut leur faire comprendre qu'une baisse temporaire de l'Ebitda ne représente pas réellement

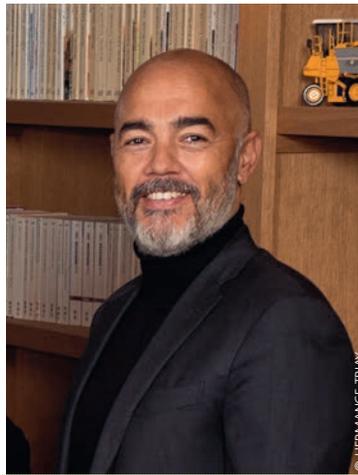
une dérive de nos coûts, mais davantage les investissements, notamment humains, que nous réalisons en amont d'une levée de fonds, afin d'alimenter notre croissance future », poursuit Alain Rauscher. Pour le reste, les capitaux levés par des GPs en Bourse ont exactement la même finalité que ceux qu'apportent les fonds de GP-stake : financer des acquisitions, recruter de nouvelles équipes, amorcer des véhicules successeurs, lancer de nouvelles stratégies... En outre, une IPO peut offrir une porte de sortie appréciable aux fonds de firme : en 2021, Dyal Capital Partners a profité de l'introduction en Bourse de Bridgepoint pour céder ses parts. Il en était devenu actionnaire minoritaire deux ans plus tôt, participant notamment au financement du rachat de l'activité Crédit d'EQT bouclée par Bridgepoint en octobre 2020.

la liquidité à des associés fondateurs d'une société de gestion dans la perspective d'une transmission qui pourra se faire par étapes au cours des années suivantes. Or, avec la hausse des actifs sous gestion, les parts de l'entreprise ont pris de la valeur et les autres membres de l'équipe n'ont pas forcément les moyens de les racheter. L'autre sujet est assez proche, puisqu'il s'agit de financer l'engagement des gérants dans leurs futurs fonds : là encore la logique étant de lever des fonds de plus grande taille à chaque millésime, ce « GP-commit » devient un vrai sujet.

« Pour bénéficier du régime fiscal dit "Arthuis", qui impose un investissement minimal correspondant à 1 % de la taille d'un fonds sans quoi les gains afférents aux parts de carried seront requalifiés en salaires et imposés comme tels, les membres de l'équipe de gestion doivent mettre de l'argent au travail. D'ailleurs, ils se trouvent également sous la pression de leurs LPs, qui se montrent de plus en plus exigeants sur le sujet de l'alignement des intérêts, rappelle Sabina Comis, chez Dechert. Avec la croissance de la taille des fonds, les montants nécessaires deviennent de plus en plus importants et peu de banques sont prêtes à s'engager sur du financement de GP-commit. » Pour les partners soucieux de leur dilution, des outils sous forme d'actions de préférence, voire de dette privée, existent également dans ces domaines, structurés par des acteurs comme 17Capital par exemple.

### STRATÉGIQUES EN QUÊTE D'INFORMATIONS PLUS QUE DE RENDEMENT

Si ces problématiques assurent la plus grande partie du deal flow des fonds de GP-stake, il existe une variante de ces opérations mettant en œuvre une démarche plus stratégique que purement financière. En effet, les acteurs comme Dyal, Petershill, Blackstone, Bonaccord ou Armen, pour n'en citer que quelques-uns, ne sont finalement que des fonds de private equity comme les autres qui, plutôt que d'investir dans des PME, se constituent un portefeuille de sociétés de gestion qu'ils céderont à une échéance plus



« Lorsqu'une société de gestion devient une plateforme, il n'est pas rare qu'elle capitalise du carried interest au niveau de son bilan. En additionnant ce carried et un dividende annuel, nous visons un rendement annuel de 6 à 8 % », Laurent Bénard, Armen

ou moins longue. En revanche, lorsqu'un Apollo devient l'actionnaire minoritaire de Motive Partners aux États-Unis, ou de Sofinnova Partners en France, la démarche est bien différente.

« Initialement, nous nous étions mis en quête d'un partenaire financier pour croître, recruter des talents... Nous voulions absolument garder le contrôle de notre société et il nous semblait que les stratégies seraient davantage dans une logique d'intégration dont nous ne voulions pas. C'était le cas de la plupart de ceux avec lesquels nous avons discuté au cours des deux dernières années jusqu'à ce qu'Apollo nous approche en étant prêt à ne prendre qu'une minorité du capital et à nous laisser pleinement maîtres de nos investissements et de notre stratégie », relate Antoine Papiernik, managing partner de Sofinnova. Dans le cas présent, une augmentation de capital a donc été réservée à l'investisseur américain qui est désormais actionnaire à 20 % de la société de gestion et s'est également engagé à allouer un milliard d'euros aux futurs fonds de la plateforme spécialisée dans les sciences de la vie. En outre, il devrait être en mesure de mettre Sofinnova Partners en relation avec de nombreux LPs internationaux tout en s'assurant d'un observatoire parfait d'un secteur dans lequel il n'investit pas et pour lequel il ne détient pas d'expertise particulière. « Notre partenariat a vocation à durer plusieurs années et ne comporte

pas de clause de rachat futur d'une participation de contrôle au capital de la société, assure Antoine Papiernik. Il nous permet de mettre en place une plus grande cross-fertilisation entre les stratégies et les processus nécessaires à ce que les associés puissent se voir chez Sofinnova sur le long terme. »

Avec une telle opération ayant des implications tant au niveau de l'actionariat de la société de gestion qu'au niveau des fonds sous-jacents, la question d'un conflit d'intérêt se pose. En effet, les dirigeants de Sofinnova savent qu'ils ne peuvent se permettre de créer une distorsion de traitement entre leur nouvel actionnaire, également LP de leurs fonds, et leurs souscripteurs existants. Certes, l'argent injecté au niveau d'une firme à l'occasion d'un GP-stake finit toujours par ruisseler dans les véhicules d'investissement, via les engagements de l'équipe ou le bilan de la société, mais les fonds dédiés n'ont pas vocation à souscrire directement aux levées. « Nous avons voulu que les montants alloués par Apollo à nos futurs fonds soient comparables à ceux de nos LPs historiques. L'idée était qu'il ne soit pas le plus gros souscripteur de nos fonds afin d'éviter tout risque de désalignement, rassure le cofondateur de Sofinnova Partners. Par ailleurs, Apollo ne siège pas aux comités d'investissement des différentes stratégies présentes sur notre plateforme : ils nous font confiance pour faire nos investissements dans les sciences de la vie, car c'est notre domaine d'expertise. »

### DIVIDENDE ET PARTS DE CARRIED

Finalement, toute ressemblance avec un deal de private equity classique n'est absolument pas fortuite : les GPs répètent à l'envi qu'ils laissent la direction des opérations quotidiennes à l'équipe de management aux côtés de laquelle ils investissent. De même, en tant qu'actionnaires minoritaires généralement autour de 20 %, les fonds de GP-stake se rémunèrent logiquement via un dividende. Celui-ci correspond classiquement à une fraction du résultat net de la maison et est souvent complété par une part du carried interest.

« Lorsqu'une société de gestion devient une plateforme, il n'est pas rare qu'elle capitalise du carried interest au niveau de son bilan. Cela permet d'avoir une homogénéité de rémunérations entre les associés des différentes stratégies quelles que soient leurs performances respectives. Les actionnaires de la société de gestion peuvent en recevoir une partie. En additionnant ce carried et un dividende annuel, nous visons un rendement annuel de 6 à 8 % », décrit Laurent Bénard, chez Armen. D'ici à la fin de l'année, son équipe prévoit de mener à bien son closing inaugural et au moins un premier investissement. Les discussions vont bon train avec plusieurs cibles potentielles, principalement françaises. ■ **E.L.L.**

\*GP Stakes Deployment Opportunities – Assessing the industry's capacity to invest additional capital, PitchBook, publiée le 26 juillet 2021



« Notre partenariat avec Apollo a vocation à durer plusieurs années et ne comporte pas de clause de rachat futur d'une participation de contrôle au capital de la société », Antoine Papiernik, Sofinnova Partners