

Perspectives de Marché

Croissance américaine : des opportunités à saisir

Nitin Gupta et Benoit Jacquin, de Caspian Private Equity, expliquent comment et pourquoi investir dans des entreprises américaines de taille moyenne présentant un potentiel de croissance élevé à travers des prises de participation pour ne pas s'exposer, entre autres, à la volatilité des actions cotées.

Les investisseurs sont-ils trop défaitistes ? Que ce soit dans les conférences ou dans les conseils d'administration des régimes de retraite, l'opinion qui domine est qu'il devient de plus en plus difficile d'atteindre ses objectifs d'investissement. Même après la chute du marché des actions cotées au troisième trimestre de cette année 2015, peu d'investisseurs entendent de la valeur dans les marchés cotés. Par ailleurs, les prix sur les marchés obligataires restent à leur plus haut niveau historique, bien des investisseurs ont l'impression d'être dans une impasse.

Ce serait compter sans les classes d'actifs alternatives, qui peuvent constituer des sources de rendement qu'on ne trouve pas sur les marchés boursiers. Un nombre croissant d'investisseurs institutionnels se tourne vers les investissements alternatifs, même si ces allocations alternatives restent faibles comparativement aux investissements plus traditionnels en actions et obligations. Les vieilles habitudes ont la vie dure.

Les fonds alternatifs peuvent se tourner vers des actifs exotiques comme le bois ou l'art, alors que d'autres ont élaboré des stratégies sophistiquées qui utilisent de puissants ordinateurs pour tirer profit des écarts entre les prix des actifs négociés sur les marchés. Toutefois, les stratégies alternatives n'ont pas besoin d'être ésotériques ou compliquées. Certaines sont devant nos yeux et faciles à comprendre, comme celles qui visent les sociétés américaines non cotées. Les États-Unis comptent quelque 6 millions d'entreprises non cotées, dont un grand nombre de petite taille et quelques-unes de très grande taille (par ex. Dell, Cargill et PwC). Le plus grand nombre se trouve entre ces extrêmes, des sociétés de taille intermédiaire qui constituent le moteur de l'Amérique des entreprises, donnant son impulsion à l'activité économique américaine et fournissant une grande partie des emplois. Ceux qui sont impressionnés par le pouvoir et la résilience de l'économie des États-Unis sont en réalité des admirateurs du secteur « mid-market », regroupant des entreprises non-cotées de taille moyenne.



Nitin Gupta
 Partner,
 Caspian Private Equity,
 LLC



Benoit Jacquin
 Partner,
 Caspian Private Equity,
 LLC

Investir dans des sociétés ambitieuses et en forte croissance de ce secteur constitue depuis longtemps une source de rendements élevés pour les investisseurs.

Accès au mid-market

Le problème est que de nombreuses sociétés du mid-market ne sont pas cotées. Soit elles sont trop petites pour être admises à la cote, soit elles opèrent sur des marchés de niche encore obscurs pour les investisseurs, soit tout simplement à cause du poids des contraintes réglementaires. En outre, celles qui sont cotées ont été

bien préparées pour leur introduction en bourse et peuvent avoir déjà maximisé leur croissance et minimisé les coûts, laissant moins de valeur pour les investisseurs des marchés actions.

Toutefois, l'exposition aux valeurs de forte croissance du *mid-market* est possible en investissant à travers le capital-investissement. Les entreprises de taille moyenne sont généralement définies comme des sociétés dont la valeur se situe entre 500 millions et 1 milliard de dollars US. Les sociétés plus petites, évaluées entre 50 millions et 500 millions de dollars, peuvent aussi être attrayantes car leur taux de croissance est plus élevé et leurs besoins de financement sont plus faibles. Par ailleurs, ces sociétés opérant (et de préférence en position dominante) sur les marchés de niche, elles sont potentiellement moins sensibles à la volatilité de la conjoncture économique et des marchés. Pour toutes ces raisons, la stratégie de co-investissement de Caspian a décidé de se concentrer sur l'univers des plus petites sociétés du *mid-market*.

Les investisseurs votent avec leur capital

Le marché des sociétés moyennes américaines se révèle de plus en plus attrayant pour les investisseurs des quatre coins du globe. Une enquête influente réalisée cette année a révélé que les investisseurs institutionnels, dans le monde, considéraient le secteur des opérations de rachat des entreprises moyennes comme la principale cible de leur activité de capital-investissement. Les investisseurs asiatiques interrogés, qui préfèrent souvent investir dans des

actifs locaux, plaçaient le *mid-market* américain à la troisième place de 26 sous-secteurs du capital-investissement identifiés. Les investisseurs interrogés ont déclaré privilégier le *mid-market* parce que les opérations de rachat des grandes sociétés attirent trop de capitaux.

La popularité du *mid-market* est telle que les fonds spécialisés dans ce segment se développent rapidement. La taille moyenne d'un fonds de capital-investissement *mid-market* est passée de 697 millions de dollars US à 797 millions entre 2013 et 2014. Les levées des fonds sont particulièrement importantes parmi sur le segment inférieur du *mid-market*. 32 % des fonds qui ciblent le *mid-market* ont levé entre 100 millions et 250 millions de dollars US.

Pourquoi le co-investissement ?

Identifier et exécuter des opérations sur les plus petites sociétés du *mid-market* demande du temps, de l'expertise et des ressources. Les informations publiées sur ces sociétés sont rares et les données de gestion peuvent être moins complètes que celles de sociétés plus importantes. La valeur de ces opérations provient principalement de l'extraction et du développement des qualités intrinsèques des sociétés, plutôt que de l'effet de levier et du refinancement. Le fonds de capital-investissement doit bien connaître la société cible, étudier le dossier sous toutes ses coutures et maintenir un lien étroit avec cette société, tout le long de la durée de vie de l'investissement.

Outre une connaissance approfondie des fondamentaux des sociétés, l'investisseur sur le *mid-market* doit construire un

portefeuille diversifié afin d'en atténuer le risque. Pour cette raison, Caspian Private Equity co-investit habituellement aux côtés d'un investisseur principal qui contrôle la transaction. Cela nous permet d'allouer l'actif d'un fonds de, par exemple, 200 à 300 millions de dollars US sur plus de 20 investissements et de parvenir à une diversification sectorielle satisfaisante, par opposition aux portefeuilles comprenant généralement six à huit sociétés de certains fonds classiques du segment inférieur du *mid-market*.

Le processus de qualification sur le secteur du *mid-market* est facilité par le fait qu'il y a moins de concurrence que dans l'univers des grandes sociétés et que les co-investisseurs y sont moins nombreux. Être le seul co-investisseur, ou un au sein d'un petit groupe, peut permettre des contacts plus fréquents avec la direction des sociétés ciblées, ce qui est souvent impossible dans les opérations où interviennent un grand nombre de co-investisseurs.

Identifier des opportunités d'investissement

Le co-investissement se développe. Depuis 2009, un cinquième des opérations de rachat se sont faites en co-investissement. Avec 895 opérations sur le *mid-market* privé rien qu'au cours du premier semestre 2015 (selon Pitchbook, un cabinet de recherche en capital-investissement), totalisant 159 milliards de dollars US, les opportunités de co-investissement ne manquent pas.

Pour trouver les meilleures opportunités, la clé est de se ménager différentes options. Pour Caspian, cela signifie

faire des investissements à la fois dans des fonds de capital-investissement et en tant que co-investisseur. Cela nous permet de rester en contact régulier avec les gérants de fonds et de participer à des opérations de co-investissement par la suite. En outre, tous nos cadres dirigeants possèdent des réseaux professionnels fournis.

Bien que la demande pour les opérations sur les petites entreprises du *mid-market* augmente, elle est encore faible comparée à celle de l'univers des grandes sociétés. Si l'appétit pour le co-investissement a augmenté, il existe peu de véhicules qui lui sont dédiés. En conséquence, nous sommes en position de sélectionner parmi les meilleures opportunités du marché.

Où se situe l'action ?

Nos deux fonds ont été très actifs jusqu'à présent. Parmi les sorties de portefeuille figurent Dynacast (spécialiste de fonderie sous pression pour la fabrication de composants de précision), Essent (assureur privé de prêts hypothécaires), Sterling Background Services (fournisseur de services de vérifications pré-emploi) et La Colombe (détaillant de café).

Bien sûr, sans une sortie du capital viable, aucune opération de capital-investissement n'est rentable pour les investisseurs. Un des avantages

de l'investissement dans le segment inférieur du *mid-market* est qu'il offre plusieurs solutions de sortie. Alors que pour les grandes entreprises la principale option de sortie est l'introduction en bourse, pour les entreprises de taille moyenne la revente et des opérations secondaires sont possibles. Leur plus petite taille les rend attrayantes à l'achat pour bien des acteurs. C'est pourquoi la période de détention de Caspian est habituellement plus courte que la moyenne du secteur du capital-investissement, ce qui permet aux investisseurs de recycler leurs profits plus rapidement.

Rendements attendus

En tant que co-investisseurs, nous réalisons les opérations en *pari passu* avec les investisseurs majoritaires. Contrairement à l'investisseur principal, nous ne contrôlons pas le conseil d'administration des sociétés que nous avons en portefeuille, mais les autres conditions de l'opération, dont le prix et la protection juridique, sont généralement similaires à celles des investisseurs majoritaires. Par ailleurs, les commissions de gestion facturées par Caspian sont généralement plus basses que celles des fonds *mid-market* comparables. Ainsi, globalement, les investisseurs de Caspian bénéficient d'une exposition plus diversifiée et de meilleures conditions financières.

Actuellement, le rendement net attendu de nos fonds de co-investissement, exprimé en TRI, se situe entre 15 % et 20 %. Ce taux reflète les niveaux de rendement attendus des investissements à leur souscription par nos fonds, et la durée de détention attendue. Ces attentes peuvent varier avec les conditions du marché. La période de détention attendue des sociétés en portefeuille est d'environ cinq ans, bien que des sorties interviennent souvent plus rapidement, et les périodes de verrouillage maximales sont généralement de 10 ans, à l'instar de l'ensemble du secteur du capital-investissement.

De l'alpha pour tous

Alors à quel type d'investisseur le co-investissement sur le *mid-market* s'adresse-t-il ? Les bénéfices avant intérêts, impôts et amortissement (EBITDA) des sociétés visées par Caspian se situant généralement entre 5 millions et 35 millions de dollars US, les montants investis dans chaque société sont faible comparé à la plupart des fonds de capital-investissement. Ceci devrait convenir à tous les investisseurs institutionnels qui cherchent à accéder à la performance des plus petites sociétés du *mid-market* américain.

Rédigé le 30 septembre 2015

MENTIONS LÉGALES

La division Private Equity de Natixis Global Asset Management se compose de six sociétés affiliées axées sur 3 principales activités : les investissements de capital-risque pour Seventure Partners en Europe, les investissements de capital de croissance/LBO pour Naxicap Partners et Alliance Entreprendre en Europe, le conseil en investissements PE et la gestion de fonds de fonds pour Euro-PE en Europe, Eagle Asia Partners en Asie et Caspian Private Equity aux États-Unis. Ces sociétés peuvent ne pas être disponibles dans toutes les juridictions. Des limitations peuvent s'appliquer à certains types d'investisseurs.

Le présent document et ses contenus à caractère promotionnel sont fournis uniquement à des fins d'information aux clients professionnels. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Avant toute souscription, se reporter au DICI pour connaître les caractéristiques, le profil rendement / risque et les frais des fonds. Les analyses et opinions mentionnées dans ce document représentent la vision de l'auteur mentionné, au 30 septembre 2015 et peuvent être soumis à changements. Il n'est en aucun cas garanti que les points présentés dans ce document se dérouleront tel qu'anticipés. Ce document ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie. Bien que Natixis Global Asset Management considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

Lorsque la réglementation locale l'exige, ce document est fourni uniquement sur demande écrite. **Dans les pays francophones de l'UE**, le présent document est fourni par NGAM S.A ou sa filiale NGAM Distribution. NGAM S.A. est une société de gestion luxembourgeoise qui est autorisée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, constituée conformément à la loi luxembourgeoise et immatriculée sous le numéro B 115843. Siège social de NGAM S.A. : 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. France : NGAM Distribution (immatriculée sous le numéro 509 471 173 au RCS de Paris). Siège social : 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris. **En Suisse**, le présent document est fourni aux Investisseurs Qualifiés (Qualified Investors) par NGAM, Switzerland Sàrl.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Global Asset Management S.A., la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Global Asset Management, incluant le gestionnaire financier, mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays. Bien que Natixis Global Asset Management considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

NGAM S.A.

Société de gestion luxembourgeoise
agrée par la CSSF (RCS Luxembourg B 115843)
Siège social : 2 Rue Jean Monnet,
L-2180 Luxembourg - Grand-Duché de Luxembourg