



L'EUROPÉANISATION DU PRIVATE EQUITY : DÉPASSER LES FRONTIÈRES POUR STRUCTURER UNE OFFRE INTÉGRÉE.



andera
PARTNERS

De l'hiver des distributions américain au printemps du capital-investissement européen ?

La guerre commerciale lancée par le président Trump ralentit la circulation du capital entre l'Europe et les États-Unis. Créera-t-elle pour autant une opportunité de consolidation et de renforcement du capital-investissement européen ?

Notre dépendance envers les États-Unis est en effet en grande partie une conséquence concrète de la domination du dollar et du fait que le capital américain se soit massivement investi pendant des années en Europe. Lorsque Trump a menacé de taxer à la sortie les revenus des investissements aux États-Unis, beaucoup d'investisseurs ont pris peur, notamment les Européens.

Les barrières douanières ont quintuplé. L'effet normalement attendu d'une telle mesure aurait dû être inflationniste. Mais le dollar s'est fortement déprécié, au point que plusieurs pays, dont la Chine, accumulent de l'or. Tant au plan monétaire qu'en matière de circulation du capital, les cartes sont donc en train d'être rebattues : serait-ce le moment de l'euro ?

On parle souvent de la dépendance industrielle, militaire ou encore énergétique de l'Europe, mais assez peu de sa dépendance financière et monétaire. En 2020, la France a investi 10 points de PIB lors de la crise sanitaire pour éviter l'effondrement de l'économie. En 2021, l'économie est repartie plus vite que prévu et les entreprises ont versé beaucoup de dividendes... Presque 40 % de cette performance est partie aux États-Unis, sur les comptes des fonds de pension de retraite américains !

Pourquoi ? Parce que beaucoup de fonds américains sont au capital des grandes entreprises du CAC40. Ce n'est pas négatif en soi : nous aussi sommes au capital d'entreprises américaines. Mais cela pose tout de même plusieurs questions : comment bénéficier du fruit de nos investissements tout en socialisant les pertes ? Comment faire des boucles de capital dans notre zone géographique ? Comment trouver des financements européens plus ambitieux que ce dont on dispose aujourd'hui ?

Les rapports Draghi et Letta proposent plusieurs pistes, notamment d'investir dans le marché unique : mettre de l'investissement en commun, que ce soit pour la paix, l'énergie, les télécoms ou la défense, et créer des boucles de financement avec cette fameuse union de l'épargne et des marchés de capitaux.

Certes, nous n'avons pas de fonds de pension mais nous avons des taux records d'épargne (20 % en Allemagne et 17 % en France) et beaucoup d'investisseurs institutionnels. Nous n'avons pas de problème de richesse, mais un problème de passivité de l'épargne. L'Europe utilise beaucoup les banques et très peu les marchés. Les banques prêtent, bien sûr, mais n'investissent pas, ou peu. Le capital ne circule donc pas aussi vite qu'aux États-Unis.

Alors comment faire ? La cotation, d'abord, mais on voit que c'est difficile. La dette, ensuite, ça fonctionne. Les fonds propres, enfin. Et c'est sur ce dernier point que nous devons être plus performants car ce sont les fonds propres qui financent l'avenir et les entreprises de croissance. Il faut accélérer et la réponse est évidemment dans le capital-investissement. Un *private equity* à l'européenne fait tout son sens, alors que nous vivons actuellement l'hiver des distributions des grands acteurs américains.

Et pour bâtir ce *private equity* à l'européenne, nous devons tirer les leçons des 20 dernières années du secteur dominé par les Américains en Europe.

1. **Plus gros n'est pas forcément meilleur** : les gros acteurs sont souvent trop éloignés de leurs cibles. Perdre en affinité avec les cibles d'investissement à un moment où il y a des enjeux importants sur les sorties n'est pas un bon choix stratégique.



**LUDOVIC
SUBRAN**

Chief Investment
Officer, Allianz

2. **L'effet de levier de la dette** : 75 % des rendements des entreprises sous LBO sur les 15 dernières années viennent de la dette, avec un ROCE au sens strict assez faible. Aujourd'hui, la dette coûte plus cher. La FED est en train de baisser les taux, mais cela ne se répercute pas sur le coût du crédit. La viabilité du LBO classique avec un trop fort endettement est remise en cause, y compris aux yeux des LPs. L'enjeu est donc de trouver des partenaires qui font travailler les fonds propres, l'actif, et non la dette.
3. **L'expertise sectorielle** : les fonds doivent mieux connaître les secteurs dans lesquels ils investissent, dans le détail. Il faut parfois réagir vite : l'IA est un « disrupteur » de la tech en elle-même, qui doit conduire à réinterroger le poids du cloud, par exemple, sans céder aux effets de mode. Les infrastructures critiques sont clairement à sur-pondérer; la santé ou encore la défense également : l'Europe a devant elle un boulevard d'investissements possibles et utiles. Certains secteurs sont durablement en difficulté, en particulier tout ce qui relève de l'immobilier « passif », comme les entrepôts. À l'inverse, d'autres segments présentent encore des perspectives solides : les télécoms, les énergies renouvelables, le retail lorsqu'il se consolide, ainsi que les services, notamment dans l'éducation et la santé.

Pour revenir sur la dimension européenne du *private equity*, arrêtons d'avoir honte de notre croissance et de penser qu'elle est en retrait par rapport au reste du monde. Les États-Unis auront seulement 1,5 % de croissance en 2025, portée quasi exclusivement par l'IA et le digital, et jusqu'à 3,5 % d'inflation. Certes, nous n'avons pas le dollar – qui sauve l'administration américaine de ses erreurs de politique économique – ni les géants de la tech américaine ou chinoise, mais nous avons une scène IA de qualité, en France en particulier, et plusieurs cartes à jouer en finance, dans les infrastructures et dans la transition environnementale.

Sur la transition, jouer avec le feu avec l'épargne des gens n'est pas viable sur le long terme, et l'Europe l'a compris. La Chine également, qui est en train de devenir le premier État électrique (« *electro-State* »). C'est une vraie force européenne d'avoir été les premiers à faire de la transition environnementale et du verdissement un secteur économique au *business model* fort et résilient.

Sur la finance, comme sur la transition environnementale, il faut que nous acceptions de lutter contre nos dépendances. Le patriotisme économique n'est pas un gros mot. Assurons-nous d'être fiers de notre monnaie et de nos institutions, de croire à l'État de droit et de faire travailler le capital de 450 millions de personnes qui cherchent une chose : réinvestir localement pour que leur continent ait un potentiel de croissance plus fort. Bien sûr, il existe des cycles dans le capital investissement, et nous nous situons aujourd'hui à un point bas en matière de sorties, et donc de distributions, y compris en Europe. Pour autant, il reste pertinent de continuer à investir : c'est précisément le bon moment pour investir en bas de cycle, d'autant que les financements en Europe devraient être légèrement moins coûteux, alors même que les besoins sont considérables. Ces investissements doivent être réalisés en capital, mais peuvent l'être aussi en dette privée, en privilégiant des approches « *sponsorless* » plus prudentes en termes de levier, afin d'éviter les difficultés rencontrées par certains acteurs de la dette privée aux États-Unis, dont le modèle diffère sensiblement de celui des acteurs européens.

La poursuite de cette dynamique suppose une plus grande sélectivité. Dans ce contexte, la « retailisation » du *private equity* constitue un mouvement particulièrement positif à l'échelle européenne, car elle favorise davantage de transparence, de pédagogie et de *reporting* : il s'agit d'un mécanisme vertueux pour l'ensemble des parties prenantes, y compris les investisseurs institutionnels, qui en bénéficient également.

Oui, il existe des divergences entre les pays. La France, l'Italie et l'Allemagne sont sans doute appelées à rester, pour un temps, les locomotives du *private equity* européen. Mais des opportunités formidables émergeront très rapidement dans les pays d'Europe centrale et orientale.

Il y a donc de bonnes raisons d'être optimiste, y compris au niveau de l'Union européenne : la Commission évolue en profondeur, et chacun comprend désormais qu'une vision trop étriquée de la concurrence n'est plus adaptée. Il devient nécessaire de raisonner en termes de marchés pertinents et de reconnaître qu'il existe de la place pour la concentration, et donc pour le M&A. Les règlements « omnibus » contribueront à lever les obstacles techniques à la véritable unité de marché, notamment dans les logiciels et dans l'efficacité énergétique.

Nous vivrons un printemps européen du *private equity* !

L 'européanisation du private equity : dépasser les frontières pour structurer une offre intégrée.

Longtemps, « investir en Europe » a signifié composer soi-même son Europe : sélectionner des fonds locaux, additionner des dialectes réglementaires et, finalement, multiplier les relations GP/LP. Ce bricolage éclairé a fait son temps. Les investisseurs institutionnels veulent désormais des produits globaux et lisibles, capables d'embrasser la diversité du continent sans la diluer. C'est le cœur du mouvement d'eupéanisation du private equity : non pas l'illusion d'un marché homogène, mais l'ingénierie d'un véhicule capable de refléter, et d'arbitrer, la pluralité européenne.

Ce que demandent les LPs : simplicité, diversification, résilience et performance

La dynamique ne part pas des maisons de gestion, mais des clients. Les LPs plébiscitent des solutions qui conjuguent réduction de la complexité relationnelle (moins d'interlocuteurs, mais des partenaires solides, pérennes et paneuropéens) et optimisation de la diversification. Diversifier, ici, veut dire deux choses. Tout d'abord, capter les écarts de cycles macroéconomiques entre pays : l'Espagne et le Portugal peuvent croître plus vite que l'Allemagne certaines années. Ensuite, profiter des « teintes » sectorielles propres à chaque économie : on pense plus volontiers « industrie » en Allemagne et en Italie, et « tech et services » en France, mais l'Espagne a aussi bâti un vivier technologique solide. En substance : un même produit doit pouvoir jouer tour à tour les dynamiques locales et les atouts spécifiques, sans caricature.

La décennie de taux bas (2011-2021), couplée à la croissance du marché et des fonds, a mécaniquement poussé vers des tickets plus importants, et donc moins domestiques, accélérant l'eupéanisation des stratégies. Parallèlement, l'alourdissement des exigences réglementaires pour les LPs et leurs ressources internes limitées favorisent la réduction du nombre d'interlocuteurs au profit de plateformes capables de délivrer des produits et des solutions intégrées à l'échelle du continent.

Cette exigence de simplicité/diversification a un corollaire de taille : un véritable produit européen n'existe pas « naturellement », il se fabrique. Idéalement, cette construction se fait avec des partenaires avec lesquels il est possible de se projeter dans le temps, notamment à mesure que le marché évolue avec les fonds evergreen.

Deux phases d'eupéanisation : le « paneuropéen » et le « multi-géographies »

Le fonds paneuropéen, d'abord, est un véhicule unique, de grande taille, qui se déploie sur l'ensemble du continent avec une stratégie intégrée. Il parle au LP le langage de la simplicité : un ticket, une gouvernance et une équipe d'investissement, une clé de répartition et une plateforme qui aligne *sourcings*, *underwritings* et créations de valeur. Par nature, il s'adresse plutôt aux grands allocataires et à des transactions de taille significative (*Upper MidCap / Large Cap*), c'est-à-dire des groupes déjà très internationaux et dont l'identité dépasse la nationalité de leur siège social : un « pan-EU » crédible se compte en milliards pour déployer 10-15-20 participations de façon équilibrée et absorber les coûts fixes d'une organisation continentale. Les leaders **anglo-saxons** – CVC, EQT, Blackstone et consorts – ont montré la voie avec des équipes locales maillées et une distribution globale. En Europe, cette voie s'impose de plus en plus aux yeux des LPs : elle coche les cases « pérennité, résilience et performance », et elle réduit le « *cherry-picking* » géographique côté investisseurs.

Le fonds (ou la plateforme) multi-géographies, ensuite, et c'est l'ADN d'Andera, prend l'Europe non comme une nappe uniforme, mais comme un faisceau de marchés où l'on s'implante pour de bon, pays par pays, avec des équipes ancrées et des stratégies ajustées pour couvrir le « *mid market* », ou « *mittelstand* », ce tissu de PME et d'ETI dynamiques, souvent encore locales, mais en voie d'internationalisation. Les modèles d'investissement restent comparables d'une stratégie à l'autre ; ce sont surtout la taille des entreprises ciblées et la nature de leurs enjeux qui varient. L'unité n'est pas l'unicité du véhicule, c'est la cohérence d'une architecture : plusieurs poches, plusieurs géographies, un même standard d'investissement et de *reporting* et une gouvernance qui orchestre l'allocation sans l'aplanir.

Contrairement à une vision parfois idéalisée d'une autonomie locale, les décisions d'investissement sont centralisées à Paris, garantissant la cohérence du modèle. Le bénéfice pour le LP : une diversification fine (macro et sectorielle), une meilleure proximité *deal-flow*, et la capacité d'accéder à l'alpha local de ces PME et ETI du mid market tout en restant dans un cadre institutionnel robuste. En equity, la présence locale est presque une condition d'accès aux « bons deals ». En dette privée, l'exigence est parfois un peu moins marquée, mais les gros prêteurs ont eux aussi maillé le terrain.

Dans cette approche, la stratégie d'Andera MidCap illustre bien l'équilibre entre *sourcing* direct et participation à des processus intermédiés, combinant deals primaires et secondaires dans une logique d'élargissement de son empreinte européenne. Pour chaque stratégie d'Andera, il s'agit d'exporter en Europe continentale ce qui a fait ses preuves en France : pour Life Sciences et Andera Infra, une expertise métier ; pour Andera Mid Cap, une capacité à transformer des PME en ETI internationales ; pour Andera Acto, une philosophie permettant la détention majoritaire des dirigeants dans les LBO secondaires.

La différence n'est donc pas tant idéologique qu'architecturale : le paneuropéen promet l'intégration dans l'unité ; le multi-géographies, l'intégration par la proximité.

Taille critique, hubs et réalités réglementaires

Cette ingénierie a des implications très concrètes. La taille n'est pas un fétiche, c'est l'outil qui permet d'offrir un produit lisible, de financer des équipes dans plusieurs pays et de délivrer une vraie diversification au sein d'un même cadre. Les hubs permettent de concentrer l'*asset management*. C'est le cas de Londres, challengé par Paris et par Francfort, mais qui concentre toujours 80 % de l'*asset management* en private equity et en dette privée. Mécaniquement, c'est là qu'on retrouve les plus gros GPs et les plus gros produits qui irriguent l'Europe. Enfin, la régulation. L'Union des marchés de capitaux est un horizon utile, mais pas une baguette magique. Rien n'exempte de s'adapter à la réglementation locale : le nombre de deals avec le Royaume-Uni, qui n'a jamais fait partie de l'Union monétaire, en est la preuve. L'européanisation est d'abord une discipline d'exécution.

Certains catalyseurs publics jouent un rôle déterminant. C'est le cas du FEI (Fonds européen d'investissement), qui, avec ses mandats européens et sa mission de sélection des GPs qu'il accompagne, favorise l'émergence de champions qui cochent ces critères de pérennité, de résilience et de performance. Cette préférence ne s'oppose pas aux architectures multi-géographies, elle les encourage dès lors qu'elles démontrent une capacité à agréger l'Europe par la preuve locale.

Au fond, européaniser le private equity, c'est accepter que l'Europe ne s'uniformise pas – et construire des produits qui transforment cette hétérogénéité en avantage. Le fonds paneuropéen et la plateforme multi-géographies sont deux réponses cohérentes à une même demande : simplifier pour les LPs, sans renoncer à la richesse du terrain. La suite se jouera dans la capacité à tenir ces promesses dans la durée : maintenir la proximité tout en gagnant en échelle, orchestrer l'allocation sans l'aseptiser et faire de la complexité européenne une source de performance, pas un coût caché.

Associés gérants d'Andera Partners



**STÉPHANE
BERGEZ**

Associé gérant



**FRANÇOIS-XAVIER
MAURON**

Associé gérant

PRÉFACE

p. 1-2

ÉDITO

p. 3-4

1

p. 7-9

DEUX MOUVEMENTS D'EUROPÉANISATION DU PRIVATE EQUITY : LES FONDS PANEUROPÉENS ET LES FONDS MULTI-GÉOGRAPHIES

- Un contexte macroéconomique qui pousse à l'eupéanisation.
- D'un ancrage franco-français à une logique européenne.
- Taille critique, polarisation des levées et modèles d'expansion.
- Entre sourcing local et stratégies thématiques.
- Soutenir les trajectoires de croissance, pas seulement financer.

2

p. 10

GOVERNANCE ET EUROPÉANISATION DU PE

- L'organisation des sociétés de gestion multi-géographies.
- Quel modèle de gouvernance en interne ?

3

p. 11

FREINS À L'EUROPÉANISATION DU PRIVATE EQUITY

- Sorties : préserver des champions européens.

4

p. 12-13

LES LIFE SCIENCES : UN SECTEUR HISTORIQUEMENT EUROPÉEN ET TRANSATLANTIQUE

- Un business model à part dans le private equity.
- Un marché hyper-international et compétitif.
- Différences européennes et rôle pionnier de la France.
- Les LPs et le rôle des *advisors*.
- Sorties : entre M&A industriel et IPO internationales.

5

p. 14-15

EUROPÉANISATION DES FONDS SECTORIELS ET À IMPACT : ENTRE SOUVERAINETÉ, COMPLEXITÉ ET OPPORTUNITÉS

- Des environnements différents, une richesse pour les investisseurs.
- L'impératif de diversification : actifs et base d'investisseurs.
- L'impact, moteur d'alignement et de crédibilité.
- Des maturités de marché inégales, une cartographie dynamique.

LA DETTE PRIVÉE EN EUROPE : UN MARCHÉ EN EXPANSION ET DES TRAJECTOIRES NATIONALES CONTRASTÉES

- Vers une convergence des standards.
- Espagne : accessibilité et réactivité avant le coût.
- Italie : prudence juridique et montée en sophistication.
- Allemagne : une place de marché à double ressort – banques fortes, dette privée sélective.

LE PRIVATE EQUITY EN ALLEMAGNE : UN MARCHÉ PROFOND, DISCRET ET EN TRANSITION

- Un marché en retard sur le non-coté.
- Un marché attractif, mais très convoité.
- Des opportunités concrètes pour le Mittelstand.
- Un soutien public limité et un écosystème discret.
- Un marché prometteur... mais à conditions strictes.

ITALIE : LE PRIVATE EQUITY COMME MOTEUR DE CONSOLIDATION... ET D'EUROPÉANISATION

- Un écosystème dense, ancré localement... reconstruit depuis 2017.
- Les primaires, bastion des fonds nationaux : la proximité comme actif décisif.
- Vers l'eupéanisation : quand la complexité appelle des partenaires transfrontaliers.
- Marchés boursiers : un sas de professionnalisation.

PRIVATE EQUITY EN ESPAGNE : ENTRE ANCRAGE DOMESTIQUE ET EUROPÉANISATION ENCORE INACHEVÉE

- Une maturité en demi-teinte.
- Internationalisation : beaucoup d'entrants et peu de sortants.
- La contrainte de taille et la faible profondeur des marchés.
- Des atouts sectoriels réels, mais encore fragmentés.

LA BELGIQUE COMME LABORATOIRE DISCRET, MAIS DÉCISIF, DE LA COLLABORATION EUROPÉENNE

- Un écosystème en circuit court entre science, *start-up* et capital.
- Des racines bancaires aux coalitions d'investisseurs européens.
- Le « relais » comme modèle d'intégration.

ENJEUX DE DURABILITÉ À L'HEURE DE L'EUROPÉANISATION – REGARD D'ANDERA PARTNERS

- Entre eupéanisation et empilement réglementaire.
- Des niveaux de maturité hétérogène en Europe qui participent à l'empilement des normes.
- Passer d'une logique « *tick the box* » à la mise en œuvre concrète et à l'impact prouvé.
- Vers un modèle européen crédible et exportable.

1. DEUX MOUVEMENTS D'EUROPÉANISATION DU PRIVATE EQUITY : LES FONDS PANEUROPÉENS ET LES FONDS MULTI-GÉOGRAPHIES

Longtemps, le private equity français a assumé un ancrage domestique. Ce paradigme a basculé. Pour rester crédibles auprès des investisseurs institutionnels (LPs) et continuer à croître tout en diversifiant leur base de LPs, les sociétés de gestion doivent démontrer leur capacité à originer, exécuter et sortir des opérations au-delà de leurs frontières. L'harmonisation progressive des cadres fiscaux facilite ce virage, mais l'essentiel vient d'ailleurs : l'évolution des attentes des LPs, désormais en quête de plateformes capables d'adresser des marchés et des trajectoires de croissance à l'échelle européenne.

Dans ce contexte, Andera Partners illustre une européanisation pragmatique et séquencée, fondée sur des expertises différenciées selon les métiers et les tailles de cibles : ouverture de bureaux dans des hubs ciblés, articulation fine entre sourcing local et expertises thématiques, et accompagnement de sociétés pour en faire des « champions nationaux puis internationaux ». L'enjeu n'est pas seulement financier. Il est stratégique : d'accéder à des deals plus ambitieux, d'élargir la base d'investisseurs et d'industriels et de soutenir la montée en puissance d'entreprises européennes, jusqu'aux sorties.

Un contexte macroéconomique qui pousse à l'européanisation

L'européanisation du private equity en Europe s'accélère, mais sous une forme paradoxale. « Depuis la crise des dettes souveraines, la décennie de taux bas qui a suivi a dopé la demande et poussé les maisons du large et de l'upper mid cap à se structurer à l'échelle européenne, observe **Sophie Elkrief**. Le mouvement est en cours depuis 8 à 10 ans. Sur le segment du upper mid et du large cap, le marché est déjà paneuropéen, avec des bureaux locaux installés depuis longtemps », ajoute **Francesco Gonzaga**. La nouveauté, selon lui, réside dans l'arrivée de cette dynamique sur le mid market. Cette européanisation plus récente répond à une logique claire : accompagner les sociétés dans

leur trajectoire de croissance, en combinant réseau commercial, identification, sourcing d'opportunités de croissance externe et soutien stratégique.

Tandis que les marchés d'investissement s'ouvrent au-delà des frontières nationales, le secteur connaît dans le même temps un resserrement structurel : les fonds qui ne parviennent pas à se différencier peinent à lever de nouveaux véhicules. « On observe une consolidation inévitable du secteur, analyse **Ignacio Moreno Martinez**. En Espagne, plusieurs fonds peinent à lever. Certains devront aller chercher des investisseurs ailleurs en Europe et d'autres vont devoir fusionner ».

D'un ancrage franco-français à une logique européenne

Désormais, la crédibilité vis-à-vis des LPs passe par la capacité à investir hors de l'Hexagone et à prouver une lecture paneuropéenne des marchés. Le mouvement d'harmonisation fiscale aide, mais c'est surtout l'évolution des attentes des investisseurs institutionnels qui rend l'européanisation incontournable.

« Nous concurrençons les fonds locaux dans des dossiers très primaires, lors de la première ouverture de capital de sociétés italiennes, espagnoles ou belges » rappelle **Francesco**. L'idée n'est pas de se fondre dans la masse des acteurs paneuropéens, mais d'offrir une véritable alternative, en combinant proximité opérationnelle et force de frappe d'un acteur international. Sur les transactions secondaires, Andera MidCap se positionne déjà en concurrent direct des grands fonds paneuropéens. Mais c'est dans les opérations primaires, souvent plus longues et complexes à structurer, que l'équipe veut se différencier. Cela nécessite, souligne **Francesco**, « des équipes présentes sur place, capables de comprendre les dynamiques locales et de construire des solutions différenciantes ».



**SOPHIE
ELKRIEF**

Associée
Business
Développement



**FRANCESCO
GONZAGA**

Associé Italie
Andera MidCap



**IGNACIO
MORENO MARTINEZ**

Senior Advisor Espagne
Andera MidCap

Taille critique, polarisation des levées et modèles d'expansion

L'ouverture à d'autres géographies permet d'atteindre une taille critique sans changer de segment cible, tout en répliquant des *success stories* d'un pays à l'autre. Dans un univers de levée de fonds de plus en plus polarisé, la taille critique impose ses standards et dicte la grammaire de la crédibilité. Face à cette dynamique, deux voies s'offrent aux sociétés de gestion : bâtir une plateforme paneuropéenne intégrée ou orchestrer une expansion pas à pas, multi-géographies, en ancrant des équipes locales capables de sourcer du primaire.

Andera Partners a choisi la seconde voie : « *Nous sommes devenus multi-géographies, plutôt que paneuropéens* », rappelle **Sophie** en ouvrant des bureaux en Italie, en Espagne, en Belgique et en Allemagne pour élargir le passif et prouver une réelle capacité de déploiement cross-border.

Le modèle paneuropéen s'accompagne d'un biais, naturel vers des entreprises déjà paneuropéennes, souvent intermédiaires, où la valeur de l'angle local est moindre et la compétition plus frontale. La force du modèle réside donc dans l'industrialisation du déploiement ; sa limite, dans le risque de standardisation du sourcing. **Hans Van de Velde** nuance : « *Ces fonds conservent cependant une nationalité marquée. Nous n'avons pas encore vu émerger de fonds véritablement paneuropéen, sans nationalité affichée.* »

Le multi-géographies permet de tenir la promesse du primaire, de l'accès à des niches régionales moins disputées, et à des plateformes nationales prêtes à devenir européennes grâce aux build-ups transfrontaliers. « *La clé de la réussite est d'allier une forte présence locale, indispensable pour comprendre les rouages culturels et les spécificités de chaque marché, et une structure véritablement européenne, permettant de sourcer des deals et de déployer des stratégies de buy & build à l'échelle continentale* » explique **Serge Prosman**. Ce choix est exigeant : il suppose des investissements humains et culturels, l'acceptation d'un temps d'intégration, et une gouvernance qui concilie standards communs et latitude d'initiative sur le terrain. Mais il préserve un avantage compétitif essentiel pour des fonds mid-cap : « *aller chercher du primaire, sourcer localement* », rappelle **Sophie**. Enfin, la démondialisation entamée depuis la crise sanitaire, le mouvement de réindustrialisation locale et la prise de conscience de notre dépendance sur les biens essentiels (médicaments, énergie, etc.) créent une dynamique d'opportunités particulièrement forte pour le lower mid-cap.



**HANS VAN
DE VELDE**

Senior Advisor
Belgique
Andera Expansion
Andera MidCap



**SERGE
PROSMAN**

Senior Advisor
Belgique
Andera Acto



**GONZALO
BOADA**

Directeur
Espagne
Andera MidCap



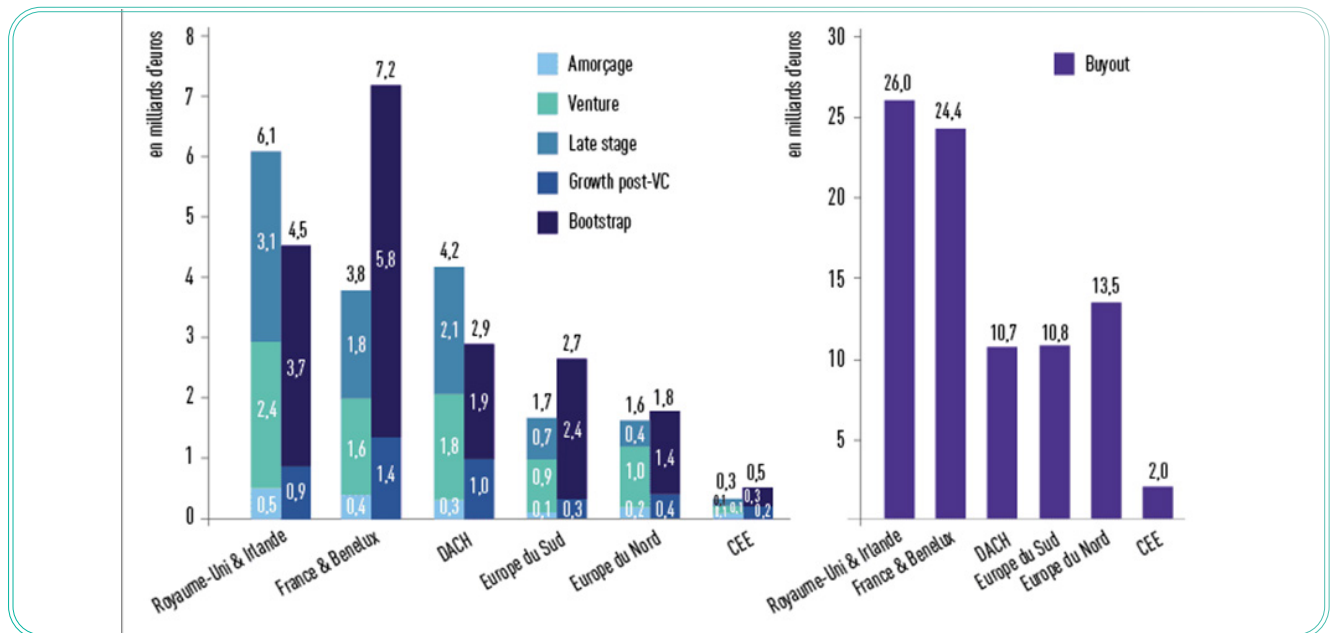
Entre sourcing local et stratégies thématiques

L'eupéanisation n'est pas uniforme : elle dépend de la taille et des verticales. « *La vraie valeur ajoutée réside dans le lower mid-cap, dans les opérations primaires sourcées localement* » précise **Sophie**. Pour Andera, ce chemin « pas à pas » est cohérent avec son ADN : créer la preuve par les opérations. L'ouverture de bureaux à Milan ou Munich n'est pas une simple expansion géographique : chaque antenne capte un *deal-flow* local, accélère l'exécution et devient un relais d'intégration post-acquisition. Cette orchestration locale nourrit un récit de crédibilité progressive auprès des LPs : non pas l'affichage d'une carte d'Europe, mais une série de transactions concrètes dans plusieurs pays, avec des synergies réalisées et des équipes qui « parlent local » aux entrepreneurs, aux banques d'affaires et aux prêteurs. « *Les opérations primaires de private equity reposent largement sur les fonds locaux, car ce sont eux qui savent identifier les "pépites" et établir une relation de confiance avec les dirigeants, qui doivent être capables de se projeter dans une collaboration avec le nouvel investisseur. C'est là que la proximité culturelle joue un rôle décisif, et l'ouverture de bureaux locaux devient donc une condition préalable pour trouver et investir dans ces "pépites"* », précise **Gonzalo Boada**.

Andera ne délaisse pas pour autant le segment des opérations secondaires, largement intermédiaires. C'est en effet le terrain de jeu de la stratégie de *mezzanine sponsorless* Andera Acto, qui s'étend rapidement en Europe continentale et qui s'impose dans des processus intermédiaires grâce à sa solution unique de relation managériale.

Soutenir les trajectoires de croissance, pas seulement financer

Sur le plan de la création de valeur, les deux modèles convergent vers l'internationalisation des participations, mais par des chemins différents. Le paneuropéen se déploie vite sur des cibles déjà structurées pour l'échelle continentale tandis que le multi-géographies façonne des plateformes en partant d'acteurs nationaux, en structurant des croissances externes et en ouvrant des marchés adjacents. Cette trajectoire, plus artisanale au départ, peut produire des « champions » robustes, précisément parce qu'elle a été ancrée dans la réalité des marchés locaux avant d'être étendue. L'eupéanisation, pour Andera, ne consiste donc pas à copier un modèle anglo-saxon intégré, mais à exporter en Europe continentale ce qui a fait ses preuves en France, dans chaque métier. « L'enjeu est désormais de faire croître le passif – c'est-à-dire attirer des LPs qui veulent de plus en plus de deals d'envergure européenne », souligne **Sophie**. L'eupéanisation par la preuve est ici un accélérateur naturel de la base investisseurs.



Chiffres clés Andera x eupéanisation :

4 bureaux

en Europe :
Milan, Anvers, Munich et Madrid

Andera MidCap

2 opérations de croissance externe
sur 3 en Europe hors de France

20 % en Europe

de nos investissements sont réalisés hors France en Europe depuis 25 ans :
363 sociétés investies, dont 94 à l'étranger et 70 en Europe.

2. GOUVERNANCE ET EUROPÉANISATION DU PE

L'européanisation du private equity impose une réorganisation en profondeur des sociétés de gestion elles-mêmes, qui doivent se doter d'un socle opérationnel robuste, capable de soutenir des investissements sur plusieurs juridictions. « *La complexité des fonds internationaux est beaucoup plus élevée, souligne Ignacio. Cela suppose un backbone solide – des fonctions centrales mutualisées entre différentes stratégies. C'est ce qui nous permet collectivement de tirer parti des ressources partagées* »

L'organisation des sociétés de gestion multi-géographies

Cette logique de *backbone* mutualisé – regroupant fonctions ESG, juridique, *compliance*, *reporting* ou encore relations investisseurs – devient un standard chez les groupes multi-stratégies pour optimiser l'agilité opérationnelle tout en assurant la cohérence des pratiques d'un pays à l'autre. L'ESG, en particulier, est un domaine où l'intégration devient critique.

Au-delà du juridique, l'européanisation transforme également la manière dont les investisseurs abordent les *due diligence*. « *Les investisseurs sont très attentifs à la cartographie géographique des portefeuilles, observe Alberto Corneigliano Cattaneo. Lorsqu'ils investissent dans un fonds, ils veulent savoir précisément dans quels pays et dans quels secteurs leur argent sera déployé – et certains territoires posent encore problème* » Cette exigence accrue pousse les GPs à approfondir leur travail d'analyse préalable, à intégrer des expertises locales plus tôt dans le processus et à faire preuve d'une discipline renforcée dans le choix des juridictions. Autrement dit, l'européanisation n'efface pas les frontières, elle oblige au contraire à les maîtriser finement.

Quel modèle de gouvernance en interne ?

Reste la question des coûts, de la culture et du temps. Le paneuropéen externalise une partie de la complexité dans l'organisation centrale, au prix d'un sourcing plus exposé à la concurrence. Le multi-géographies internalise cette complexité dans des équipes locales, au prix d'un investissement *upfront* plus lourd et d'une greffe culturelle à réussir. « *Les freins sont triples : le prix, la greffe culturelle et, enfin, le temps nécessaire pour réussir une implantation* » précise Sophie. C'est exactement sur ces trois axes qu'Andera a choisi d'investir, afin d'aligner sa manière de lever, de déployer et de créer de la valeur avec sa promesse aux LPs.

Le *senior advisor* local joue un rôle pivot dans ce modèle de private equity intégré : il fait le lien entre les standards globaux de la société de gestion et les réalités du marché national, facilite l'accès aux réseaux entrepreneuriaux et renforce la crédibilité du fonds dans les négociations locales. La réussite tient au *timing* et à la profondeur des écosystèmes visés : « *Il faut évaluer la maturité d'une géographie et sa capacité à accueillir des build-ups, et connaître l'écosystème local* » précise Francesco.



**ALBERTO
CORNEGLIANO
CATTANEO**

Senior Advisor Italie
Andera Acto

3. FREINS À L'EUROPÉANISATION DU PRIVATE EQUITY

L'un des principaux freins à l'eupéanisation du private equity reste la fragmentation des marchés de capitaux en Europe, qui limite les perspectives de sortie pour les entreprises en portefeuille. L'absence d'un véritable marché boursier et obligataire européen freine l'émergence de champions continentaux capables d'atteindre des tailles critiques. « *Pour accompagner les sorties, il nous faut un vrai marché européen de l'equity et de la dette*, affirme **Ignacio**. *Aujourd'hui, les marchés sont essentiellement nationaux. Tout ce qui va dans le bon sens est utile, mais, sans impulsion fiscale forte, l'eupéanisation de l'equity et de la dette demeurera un challenge à court terme* »

À ces barrières structurelles s'ajoutent des freins d'allocation : une Europe politiquement désunie, dans un contexte géopolitique plus tendu, incite des investisseurs institutionnels à privilégier des initiatives nationales, réduisant de facto la part réellement paneuropéenne des engagements. Par ailleurs, l'eupéanisation – et donc la croissance des fonds – demeure conditionnée à la dynamique du marché, elle-même sensible à l'incertitude politique et fiscale, ainsi qu'au niveau des taux d'intérêt.

L'achèvement d'une Capital Market Union (CMU) serait ainsi un levier essentiel pour fluidifier les exits, harmoniser les standards de cotation et renforcer l'attractivité du marché européen face aux États-Unis.

L'harmonisation réglementaire joue un rôle de facilitateur, mais elle se construit principalement au niveau national. « *Les législateurs ont fait un effort pour homogénéiser et attirer les capitaux, mais ça ne vient pas vraiment de Bruxelles* », note **Francesco**. L'exemple de l'Italie est révélateur, avec ses fonds fiscaux bénéficiant de canaux préférentiels. La France, elle, a connu une véritable rupture en 2021 : jusque-là, une zone grise obligeait les fonds français à mettre en place des structures complexes, freinant leurs investissements à l'étranger. Depuis, ils peuvent investir directement, sans filtre fiscal particulier.

Pour renforcer cette eupéanisation, la fiscalité demeure un enjeu structurel clé. Les règles de consolidation fiscale, la taxation des plus-values et des dividendes, ou encore les règles de capitalisation diffèrent fortement d'un pays à l'autre. « *On ne structure pas nécessairement les deals de la même façon selon les juridictions. Une harmonisation juridico-fiscale favoriserait une meilleure intégration du private equity au niveau paneuropéen* », souligne **Serge Prosman**.

Sorties : préserver des champions européens

Enfin, les sorties éclairent l'enjeu stratégique de ce choix. Dans les deux modèles, la cible est une liquidité européenne, mais le multi-géographies augmente la probabilité d'acheteurs européens stratégiques, car les plateformes ont été pensées pour fonctionner dans plusieurs pays et dialoguer avec des écosystèmes locaux. La question posée par **Sophie** – « *Dès lors qu'une entreprise est nativement européenne, les sorties se feront avec d'autres entreprises européennes. La question est : comment faire pour garder ces champions en Europe ?* » - trouve ici un début de réponse : en construisant des entreprises qui sont nativement européennes par leurs marchés, leurs équipes et leurs opérations, pas seulement par l'adresse du fonds qui les détient.

Un autre point de fragilité est le manque de débouchés pour les sorties, notamment via IPO. Euronext n'a pas encore pleinement rempli son rôle, et de nombreuses innovations, en particulier en Life Sciences, continuent de privilégier les marchés publics américains pour leur introduction en Bourse.

Au-delà de l'Union des marchés de capitaux, l'enjeu est de doter les fonds européens des ressources pour accompagner durablement les sociétés, éviter les ventes par défaut hors continent et ancrer la création de valeur en Europe.

4. LES LIFE SCIENCES : UN SECTEUR HISTORIQUEMENT EUROPÉEN ET TRANSATLANTIQUE

Dans les Life Sciences, l'eupéanisation n'est pas une option, c'est une nécessité. Le marché est mondial et les enjeux rencontrés par les acteurs sont communs : la *big pharma* et la *medtech* sont confrontées au « *patent cliff* », à savoir que chaque année, des *blockbusters* tombent dans le domaine des génériques, ce qui fragilise leurs revenus. « *Aujourd'hui, environ 80 % des nouveaux médicaments approuvés par la FFDA, l'EMA, etc. qui arrivent sur le marché viennent initialement de la biotech. Il y a 15 ans, c'était l'inverse* », souligne **Olivier Litzka**.

Les chercheurs-entrepreneurs qui créent ces sociétés ont souvent travaillé dans des laboratoires étrangers, ce qui renforce encore le caractère international de l'écosystème. L'Europe, avec ses hubs de *biotech* et de *medtech*, a donc une carte majeure à jouer — à condition que le capital privé continue de se mobiliser. « *Le vrai sujet, c'est d'activer le capital privé pour qu'il s'investisse dans l'innovation* », résume **Olivier**.



**OLIVIER
LITZKA**

Associé
Andera Life
Sciences

Un business model à part dans le private equity

Ce segment du *venture capital* fonctionne selon un modèle radicalement différent des autres branches du private equity. Les grandes équipes de *venture* en santé ont, dès le départ, investi bien au-delà de leurs frontières nationales. Là où le mid cap ou le *buy-out* se sont eupéanisés progressivement au cours de la dernière décennie, les VC Sciences de la Vie Life Sciences sont transnationales depuis 15 ans.

Andera Life Sciences illustre ce cheminement : initialement centrée sur la France, l'équipe a rapidement élargi son périmètre. « *Aujourd'hui, 70 % de nos investissements sont en Europe, dont environ 20 % hors de France, le solde (30 %) étant essentiellement aux États-Unis* », explique **Olivier**.

Un marché hyper-international et compétitif

Le *venture* en Life Sciences est, par essence, un *business* mondialisé. « *La compétition est partout. Nous cherchons les meilleures sociétés dans une aire thérapeutique et nous les trouvons aux quatre coins de l'Europe et une partie aux U.S* », rappelle **Olivier**. L'équipe Life Sciences d'Andera est d'ailleurs, par ces parcours et ces diverses nationalités, la plus internationale du groupe.

Contrairement aux fonds mid cap, la présence physique de bureaux n'est pas toujours indispensable : « *Dans les fonds spécialisés, on peut faire des deals sans bureau local, car les entrepreneurs et les dirigeants sont profondément ancrés dans leur territoire* ». La proximité reste néanmoins essentielle : « *Faire des deals sur place et rencontrer les dirigeants, ça fait la différence* », insiste-t-il. C'est un équilibre subtil entre l'hyper-internationalisation du secteur et l'importance du contact humain dans les écosystèmes locaux.

Différences européennes et rôle pionnier de la France

Si l'eupéanisation est un fait établi, les maturités de marché restent inégales. La France est aujourd'hui en avance, avec trois fonds de *venture* mondialement reconnus en Europe et aux U.S dans les Life Sciences, dont Andera Partners. « *L'Allemagne, en revanche, a traversé une période creuse compliquée de près de 10 ans, entre 2008 et 2015, où il n'existait pas de fonds locaux, ou qui n'étaient pas gérés et qui n'ont pas pu croître de la même façon que les fonds de notre taille* », note **Olivier**. Le pays était alors encore marqué par l'échec du Nouveau Marché au début des années 2000, et sa banque publique KfW a cessé d'investir pendant huit ans. C'est depuis 2015 que la KfW joue de nouveau un rôle comparable à la BPI pour le domaine de l'innovation. Elle a aussi réussi à attirer des institutionnels dans un fonds de fonds, appelé « *Wachstumsfonds* » ; un véritable succès. Les Pays-Bas, en revanche, ont gagné en importance, tandis que le Royaume-Uni, très orienté vers la City et le capital anglo-saxon, occupe une place à part.

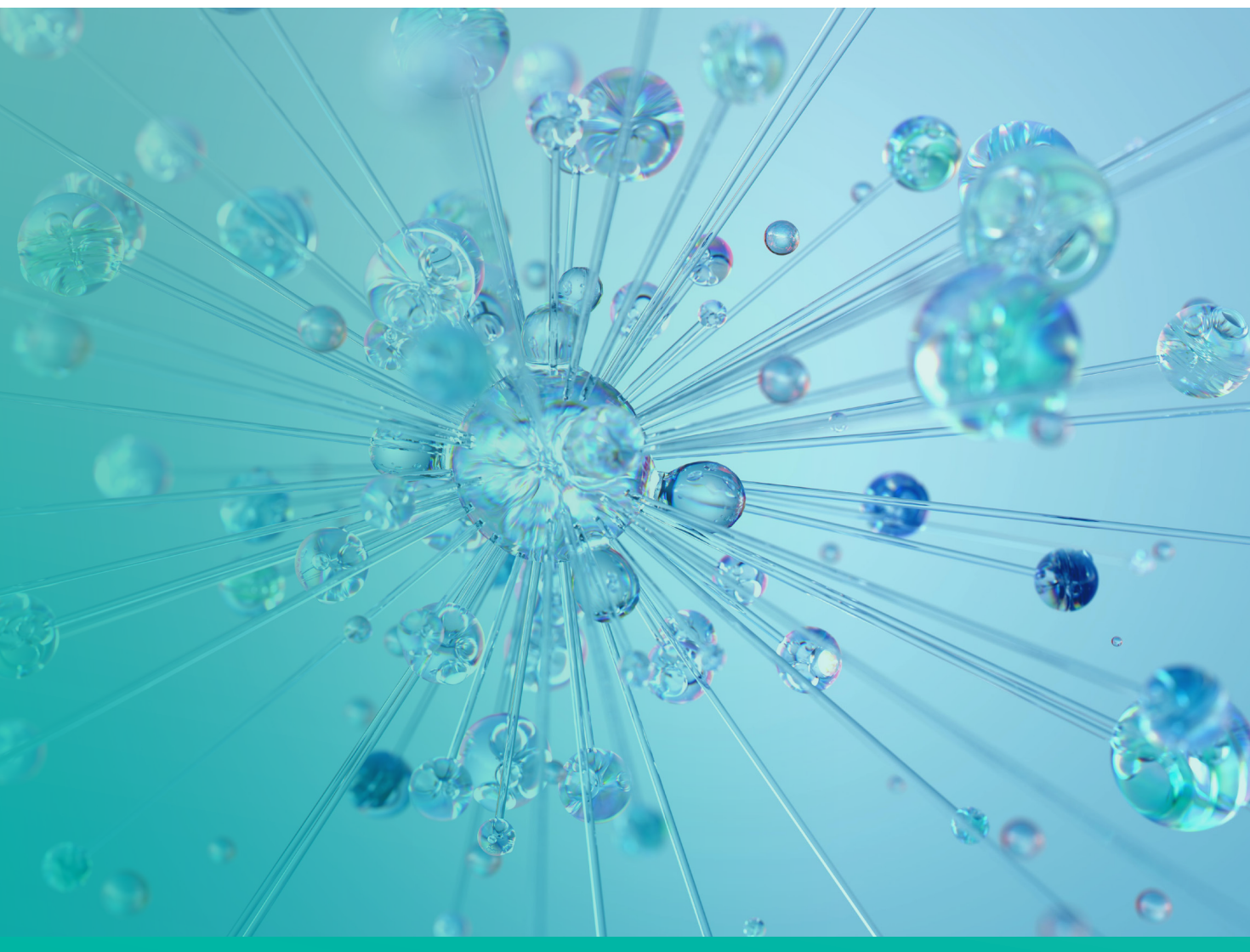
La France bénéficie aussi du soutien de l'État via l'initiative Tibi, qui a permis de flécher massivement des capitaux institutionnels vers le *venture*. « *Tibi a été un grand succès. En Allemagne, un dispositif équivalent – WIN – a été lancé, mais il commence tout juste à produire ses premiers effets* », explique **Olivier**.

Dans ce contexte très international, les relations avec les LPs sont cruciales. Depuis quatre ans, Andera Partners s'appuie sur un *advisor* spécialisé pour faciliter l'accès à des interlocuteurs stratégiques et institutionnels. Cette dimension est renforcée par le caractère européen du secteur : les LPs sont habitués à voir des portefeuilles couvrant plusieurs pays. Ce cosmopolitisme est perçu comme un signe de crédibilité et de robustesse, et non comme une prise de risque.

Sorties : entre M&A industriel et IPO internationales

Le cycle de sortie des investissements en Life Sciences diffère lui aussi des autres segments du private equity. Les opérations secondaires entre fonds sont rares, quasi inexistantes. « *Les vraies sorties sont soit des rachats industriels, soit des IPO* », rappelle **Olivier**. Chaque année, une trentaine de transactions industrielles de qualité et d'envergure ont lieu en Europe, illustrant la vitalité du secteur. Les acheteurs sont des *big pharma*s et des *big medtechs* américains, européens ou japonais.

Les IPO restent un sujet important, mais plus délicat. La place d'Euronext est jugée insuffisante en raison notamment d'un manque d'analystes, de profondeur de marché et de liquidité. Le Nasdaq demeure la destination naturelle des biotechs européennes. Un fonds comme Andera Life Sciences doit donc aider ces sociétés de portefeuille à être capables d'accéder à ce marché coté primordial pour le développement des biotechs et medtechs aux côtés de quelques acheteurs japonais.



5. EUROPÉANISATION DES FONDS SECTORIELS ET À IMPACT : ENTRE SOUVERAINETÉ, COMPLEXITÉ ET OPPORTUNITÉS

Pour un fonds sectoriel comme Andera Smart Infra, positionné sur un secteur régulé comme l'énergie, l'eupéanisation n'est pas un simple mouvement géographique, c'est un changement d'échelle stratégique. Elle répond à trois impératifs majeurs :

1. **diversifier les risques**, en particulier les chocs réglementaires propres à chaque État membre ;
2. **accéder à une profondeur de marché** désormais suffisante pour construire des portefeuilles robustes et « scalables » ;
3. **capitaliser sur l'architecture réglementaire européenne**, notamment la SFDR et le statut article 9, qui structurent l'investissement durable et la reddition de comptes extra-financière.

Dans l'énergie, où la régulation conditionne l'équilibre économique des actifs (tarifs, mécanismes de soutien, règles de raccordement, taxonomie et marchés de capacité), l'échelle européenne devient l'optimum naturel de déploiement, d'origination et de gestion des risques.

Des environnements différents, une richesse pour les investisseurs

La transition énergétique est un laboratoire de la diversité européenne. Comme le résume **Guy Auger** : « Chaque État membre fait ce qu'il veut de son mix énergétique. C'est intéressant pour les investisseurs, car cela permet d'identifier des entreprises similaires qui reposent sur des sous-jacents très différents »

Cette hétérogénéité, source d'opportunités (multiplicité de mécanismes, rythmes d'adoption et chaînes de valeur locales), est aussi une contrainte opérationnelle : les réglementations évoluent vite, parfois de manière asynchrone, obligeant les équipes à recalibrer en continu les thèses d'investissement, les modèles et les plans industriels. **Prune des Roches** souligne l'exigence d'implantation fine : « Le man pack en France n'est pas le même qu'en Italie ou en Espagne. Les lois et les avantages fiscaux changent. On est toujours obligés de se faire accompagner par des experts locaux, car ce n'est que sur place qu'on connaît vraiment les règles »

L'impératif de diversification : actifs et base d'investisseurs

En énergie régulée, concentrer un portefeuille sur un seul pays revient à sur-pondérer un risque politique et réglementaire. L'architecture multi-pays permet de lisser les calendriers (*permitting*, appels d'offres et connexions réseau), d'arbitrer les cycles de prix et de capter des niches (stockage, flexibilité, autoconsommation et efficacité).

Côté LPs, la demande suit : « Sur nos secteurs très réglementés, on ne peut pas s'exposer à un seul pays. Il faut diversifier », insiste **Prune**. La dynamique de levée évolue en conséquence : « Avant, on faisait un premier fonds domestique, puis on partait aux États-Unis ou en Asie. Aujourd'hui, cette trajectoire change : la profondeur du marché européen permet de lever en priorité ici, sauf pour les très gros fonds »



**GUY
AUGER**

Associé
Andera Infra



**PRUNE
DES ROCHES**

Associée
Andera Infra

L'impact, moteur d'alignement et de crédibilité

L'eupéanisation des fonds se nourrit de la réglementation. « *L'article 9 a été un vrai boost, surtout pour les first-time funds* », rappelle **Prune**. Le cadre SFDR a professionnalisé la thèse de durabilité mesurable (intentionnalité, matérialité et mesures ex-ante/ex-post), ce qui a accéléré l'accès au capital pour des stratégies de transition; un atout qui se cantonne pour l'instant aux frontières européennes : l'article 9 n'a plus d'impact en dehors de l'Europe. À ces « fonds article 9 » s'ajoute la notion de fonds à impact, qui, eux, cherchent à maximiser l'impact (environnemental ou social) et la rentabilité financière.

Pour **Guy**, l'impact dans l'infrastructure de transition est « *naturel et assez profond* » ; la remontée des enjeux de souveraineté (sécurité d'approvisionnement, chaînes de valeur et stockage) renforce encore cette logique. L'échelle européenne crée un cadre d'exécution où l'ambition environnementale et la protection des intérêts stratégiques convergent.

Des maturités de marché inégales, une cartographie dynamique

Les maturités nationales ne se valent pas. **Prune** observe : « *Le marché de l'investissement dans la transition énergétique reste moins mature en Italie et trop étroit en Belgique, quand le Royaume-Uni est extrêmement mature, notamment sur le stockage d'énergie* ».

Pour **Guy**, ce qui fait la différence, c'est l'origination : « *Pour acheter au meilleur prix, il faut connaître les contreparties et être en amont sur les marchés* ». L'exécution dépend des équipes locales – sourcing, permitting, relations avec les autorités et lecture des signaux faibles. **Guy** : « *Pour parler aux acteurs locaux, rien ne remplace la langue et la culture. On passera par une internationalisation des équipes de plus en plus forte* » Depuis Paris, **Prune** y voit un levier de précision : « *Même si nous n'avons pas vocation à développer des équipes partout en Europe, je vois d'un bon œil la création d'équipes locales. Cela évite de sous-estimer l'impact de la réglementation dans chaque pays* ».



6. LA DETTE PRIVÉE EN EUROPE : UN MARCHÉ EN EXPANSION ET DES TRAJECTOIRES NATIONALES CONTRASTÉES

L'essor de la dette privée en Europe s'inscrit dans un mouvement d'eupéanisation du private equity qui recompose, en profondeur, les circuits de financement des entreprises. Partout ou presque, trois moteurs dominent : le retrait marqué des banques traditionnelles sur certains segments, la demande d'exécution rapide et sur-mesure, et la sophistication croissante des sponsors. Mais derrière ces tendances convergentes, les réalités nationales demeurent contrastées – qu'il s'agisse de l'Espagne, de la Belgique, de l'Italie ou de l'Allemagne.

Vers une convergence des standards

L'eupéanisation de la dette privée avance par convergence des standards (unitranche, intercreditor et documentation « euro-standard ») mais leurs usages restent profondément nationaux – accessibilité en Espagne, sophistication en Italie et complémentarité sélective en Allemagne. Elle se joue aussi dans la granularité : descendre vers le mid market et les PME, comme l'illustre en Espagne l'enjeu des « tailles de tickets ». Surtout, gouvernance et exécution demeurent déterminantes : l'expérience des minoritaires en Italie et l'ingénierie des *carve-outs* en Allemagne montrent que l'alignement documentaire ne suffit pas.

Enfin, cycles de taux et contraintes prudentielles redessinent périodiquement la frontière banques/fonds, faisant de la dette privée un complément plutôt qu'un substitut uniforme. En pratique, les sponsors et dirigeants d'ETI doivent adapter le produit au contexte local (pédagogie et accessibilité en Espagne, sécurisation de la gouvernance et des sorties en Italie et ciblage des situations complexes en Allemagne), industrialiser sans rigidifier (standards communs, mais marges d'ajustement par pays) et investir dans la relation de terrain, car les *deal-channels* restent d'abord locaux.

Espagne : accessibilité et réactivité avant le coût

Le marché espagnol de la dette privée s'est considérablement développé à la faveur d'un repli partiel des banques. « Ces 20 dernières années, les banques ont été confrontées à plusieurs reprises à des défis importants pour fournir les financements attendus, par exemple pendant la crise financière de 2008-2014, ou, plus récemment, en 2023, en raison de l'instabilité géopolitique et de la hausse des taux d'intérêt. Les fonds de dette sont alors intervenus, ont pris une part de marché importante... et l'ont conservée », explique **Gonzalo**. Ici, la bascule ne s'est pas faite sur un différentiel de prix, mais sur l'accessibilité et la réactivité des prêteurs non bancaires. Le principal défi se situe désormais dans le mid market. « Le marché est encore en train de s'adapter sur les tailles de tickets. Il faut davantage de flexibilité pour faire baisser les seuils minimums et rendre les produits accessibles aux PME espagnoles », précise **Gonzalo**. Les sponsors sont, eux, acculturés depuis longtemps aux mécanismes de dette structurée, quand les entreprises – surtout en primaire – en sont encore à la phase d'apprentissage : « C'est parfois difficile de leur faire percevoir les bénéfices d'un montage très structuré avec plusieurs couches de dette », reconnaît-il.

Dans ce contexte, les produits standards (unitranche, dette senior) sont désormais bien acceptés, portés par la présence en Espagne de la plupart des acteurs européens actifs en France ou au Royaume-Uni. La *mezzanine sponsorless* y a un vrai potentiel eu égard à la recherche de solutions peu dilutives par les managers de sociétés tech ou de services, qui se sont formidablement développées ces 10 dernières années, et qui ont réussi un premier partenariat financier avec un acteur financier local.

Italie : prudence juridique et montée en sophistication

L'Italie combine deux dynamiques : une prudence marquée des investisseurs étrangers vis-à-vis du cadre juridique et une progression sensible de la dette privée sur les opérations à forte valeur ajoutée. Cette incertitude pèse surtout sur les minoritaires. Certains acteurs se positionnent dès lors comme alternatives au capital minoritaire, afin de contourner ce risque. C'est le cas d'Andera Acto via la *mezzanine sponsorless*, qui permet de réorganiser le capital de PME-ETI familiales sans entrer au capital.

Historiquement dominé par les banques, le financement italien évolue. La dépendance aux banques s'érode : en 10 ans, les banques ont perdu un quart de leur exposition au corporate et au buy-out, et continuent à se retirer en tant que *capital providers*. Cette fenêtre a ouvert la voie aux unitranches, dans un environnement toutefois très compétitif : « À 6 ou 6,5 % d'intérêt, une unitranche ne peut rivaliser avec des banques qui prêtent à 3 %, sauf sur des opérations stratégiques, comme des remplacements d'actionnaires », précise-t-il.

L'essor, amorcé il y a une dizaine d'années, s'est ainsi cristallisé autour de transactions complexes – reconstitutions actionnariales et opérations de remplacement d'investisseurs – souvent accompagnées par de grands noms internationaux. En d'autres termes, la trajectoire italienne est une montée en sophistication : moins de volume « commoditisé » et plus de dossiers différenciants, mieux structurés. Ce qui en fait un terrain de jeu prometteur pour Andera Acto.

Allemagne : une place de marché à double ressort – banques fortes, dette privée sélective

L'Allemagne offre un visage singulier. Le *Mittelstand* reste historiquement adossé à des relations bancaires de long terme (*Hausbanken*) et à des instruments domestiques (*Schuldschein* et *Schuldscheindarlehen*) très ancrés dans la culture financière locale. Cette profondeur bancaire, combinée à une discipline de risque réputée stricte, a longtemps réduit l'espace économique de la dette privée « pure ».

Pour autant, trois facteurs ont ouvert des brèches en faveur des fonds : la complexité croissante des opérations de transmission du *Mittelstand* (*spin-offs*, *carve-outs*, transmission familiale) ; l'internationalisation des sponsors actifs en Allemagne, qui importent des schémas unitranche « euro-standard » ; l'environnement de taux et les contraintes bilanciellles, qui, par cycles, incitent certaines banques à se retirer de la tranche la plus risquée.

Concrètement, la dette privée allemande se concentre sur des dossiers mid market supérieurs et upper mid market, avec une sélectivité marquée sur le profil de *cash-flow* et la gouvernance. Les documentations tendent à s'harmoniser avec les pratiques européennes, mais la concurrence des banques demeure vive sur les crédits « *plain vanilla* ». La dette privée se différencie quant à elle sur les *carve-outs* industriels, les *build-ups* sectoriels exigeant des tranches *add-on* rapides, et les situations de complexité transactionnelle, où la rapidité d'engagement et la certitude de financement priment sur le coût facial.



7. LE PRIVATE EQUITY EN ALLEMAGNE : UN MARCHÉ PROFOND, DISCRET ET EN TRANSITION

Le private equity (PE) en Allemagne intrigue autant qu'il attire : une économie de tout premier plan et un tissu d'entreprises d'excellence, mais une pénétration du non-coté qui demeure étonnamment mesurée. Ce retard n'est pas seulement un défaut d'appétence : il est l'empreinte d'une histoire financière spécifique, d'un capitalisme familial robuste et d'un écosystème bancaire longtemps protecteur.

Un marché en retard sur le non-coté

« L'investissement dans le non-coté a 10 à 15 de retard en Allemagne par rapport à la France », constate **Sébastien Neiss**. L'explication est structurelle. D'un côté, les banques ont longtemps tenu un rôle de premier recours pour les entreprises, réduisant le besoin de financement alternatif. De l'autre, la colonne vertébrale de l'économie – le Mittelstand – s'est construite sur la continuité familiale : transmissions intrafamiliales facilitées, fondations patrimoniales et gouvernance de long terme. Ce socle institutionnel sécurise la propriété et limite mécaniquement l'ouverture du capital à des investisseurs extérieurs.

La pénétration du private equity reste inférieure à ce que suggérerait le poids de l'économie allemande. Le marché se concentre majoritairement sur le buy-out, avec peu d'opérations minoritaires – un contraste marqué avec la France, où l'éventail des prises de participation est plus large. « Les banques allemandes ont abandonné ce marché, là où les banques françaises restent très actives », précise **Sébastien**. Autre inflexion récente : si les banques françaises restent actives sur les transactions non cotées, les banques allemandes se sont davantage retirées de ce terrain, accentuant la spécificité locale des montages.



**SÉBASTIEN
NEISS**

Senior Advisor
Allemagne
Andera Acto

Un marché attractif, mais très convoité

Cette faible intensité domestique ouvre la porte à une concurrence internationale accrue. L'abondance de PME solides, souvent leaders de niches industrielles, aime les fonds étrangers. Dans ce paysage, l'Allemagne n'a pas vu émerger un équivalent d'un grand champion paneuropéen domestique : ses acteurs nationaux s'exportent peu, laissant aux fonds internationaux un espace notable d'intervention. « L'Allemagne n'a pas d'équivalent d'Ardian. Les fonds allemands s'exportent peu, et ce sont surtout les acteurs étrangers qui investissent », observe **Sébastien**.

Le ciblage sectoriel reflète l'évolution du modèle allemand. L'automobile et l'industrie lourde ne sont plus les champs privilégiés. Les flux se réorientent vers la tech et le software, l'industrial tech, les business services et la santé. En miroir, la dette privée y demeure beaucoup moins développée que dans les pays anglo-saxons ou en France, ce qui structure différemment les chaînes de financement et les stratégies de structuration des deals.

Des opportunités concrètes pour le Mittelstand

Pour les entreprises du Mittelstand, l'ouverture à des fonds étrangers peut être un accélérateur stratégique. Beaucoup sont nativement tournées vers l'export : « Les sociétés allemandes sont naturellement exportatrices. Travailler avec un fonds étranger, qui dispose d'un réseau au-delà du DACH, leur ouvre des portes vers de nouvelles géographies », précise **Sébastien**. La clé, côté entrepreneurs, tient à l'équilibre entre proximité culturelle et ouverture internationale. « Les entrepreneurs recherchent un mix entre proximité culturelle et ouverture internationale. Les fonds français ont un avantage : ils comprennent mieux la logique des entreprises familiales que les anglo-saxons, souvent perçus comme plus agressifs », indique **Sébastien**. Les fonds français peuvent ainsi se positionner comme partenaires « ponts » : suffisamment proches pour respecter les codes de long terme et suffisamment connectés pour faire jouer l'effet réseau hors d'Allemagne. C'est sur cette ligne de crête – respecter sans figer et internationaliser sans brusquer – que se nouent les partenariats durables.

Cette approche « douce » et « manager friendly » est justement incarnée par Andera Acto qui va annoncer sa première opération dans la région d'ici la fin de l'année 2025. La mezzanine sponsorless s'inscrit en effet totalement dans la tradition allemande de sociétés détenues par des personnes physiques, qu'elles aient un lien familial ou non.

Un soutien public limité et un écosystème discret

À la différence du modèle français, l'appui public en Allemagne reste modeste. « L'équivalent de Bpifrance n'a fait presque que du fonds de fonds. Elle a aidé pendant le Covid, mais son implication est loin d'égaler celle de Bpifrance », souligne **Sébastien**. Son intervention ponctuelle, notamment pendant la période Covid, n'a pas créé d'effet d'entraînement comparable à celui observé en France. Cette retenue irrigue l'ensemble de l'écosystème : les fonds domestiques interviennent souvent avec discrétion, moins en visibilité directe dans les entreprises que dans d'autres pays, prolongeant une tradition de sobriété et de réserve.

Un marché prometteur... mais à conditions strictes

Le potentiel n'en est pas moins réel. Des maisons établies – telles que DBAG ou DPE – gèrent des poches de l'ordre de 3 à 4 milliards d'euros et déploient des tickets compris entre 10 et 100 millions, illustrant la profondeur du marché des transactions de taille intermédiaire. Pour autant, la réussite suppose de composer avec plusieurs frictions : une méfiance culturelle persistante vis-à-vis de la France dans certains milieux, un cadre fiscal spécifique qui requiert une ingénierie précise, et une féminisation encore très faible du secteur, qui interroge la diversité des équipes et, à terme, l'attractivité des métiers. « Le private equity allemand compte seulement 8 % de femmes au niveau senior, un chiffre extrêmement bas », regrette **Sébastien**.

L'Allemagne reste l'un des marchés les plus structurants pour une stratégie européenne de private equity : profond, technique et parfois fermé, mais riche d'histoires industrielles à transformer. Pour des acteurs comme Andera Partners, l'enjeu n'est pas de « faire comme en France », mais d'additionner trois compétences : une lecture exigeante des chaînes de valeur (*software, industrial tech, healthcare et services*), une diplomatie culturelle auprès des familles actionnaires et une capacité d'exécution transfrontalière sur les opérations primaires.

C'est à la croisée de ces trois axes que l'eupéanisation cessera d'être une juxtaposition, pour devenir un véritable continuum : celui où la patience du capital s'accorde au temps long du Mittelstand et où l'expertise sectorielle ouvre, en douceur, des trajectoires de croissance au-delà des frontières.

Chiffres clés PE dans la région DACH :

1,8 Md €

en venture

0,3 Md €

en amorçage

7,1 Mds €

investis au total
en 2024

10,7 Mds €

en buy-out

7,3 % en Europe

des fonds collectés en Europe
viennent de la région DACH
(29,6 % en France et 8,5 % en Espagne).

0,219 % du PIB

Le PE représente 0,219 % du PIB en
Allemagne
(1,004 % en France en 2024).

Andera en Allemagne :

2021 Munich

Ouverture du bureau en 2021
avec un focus Sciences de la vie et Relations
investisseurs institutionnels

Opérations notables :

- **Venture Sciences de la Vie** : Jenavalve, T-Knife, Exciva, Tricares, Tubulis et Ariceum
- **Andera Acto** : 1^{er} deal fin 2025

8. ITALIE : LE PRIVATE EQUITY COMME MOTEUR DE CONSOLIDATION... ET D'EUROPÉANISATION

En Italie, la dernière décennie a consacré un basculement discret, mais décisif : le private equity n'est plus perçu comme une intrusion dans l'univers familial, mais comme un levier de structuration et d'accélération de la croissance. La nouvelle génération d'actionnaires, la professionnalisation des gouvernances et la fragmentation du tissu productif ont fait émerger des consolidateurs crédibles, d'abord nationaux, puis européens. *« En Italie, il y a des secteurs entiers où de gros acteurs, souvent pilotés par des familles, n'arrivent pas à faire des agrégations. Dans ces cas-là, le private equity joue un rôle déterminant, parce qu'il permet justement d'y parvenir »*, souligne **Alberto**.

Un écosystème dense, ancré localement... reconstruit depuis 2017

L'Italie compte environ 100 fonds de private equity. Le paysage se partage entre grands internationaux (KKR, Carlyle, CVC...) et maisons italiennes plus compactes (souvent 100–500 M€; rarement > 1 Md€), dont l'avantage tient à la proximité entrepreneuriale, à la finesse sectorielle et à l'ancrage régional. Après une contraction marquée entre 2008 et 2015 – avec des fermetures de bureaux à Milan –, une vague d'implantations autour de 2017–2018 a remaillé l'écosystème. En résulte un réseau plus dense et mieux connecté aux flux européens, où le mid market est très disputé et où des acteurs européens se déploient en equity comme en dette privée, soit via des bureaux dédiés, soit via des senior advisors locaux selon leur cycle d'implantation.

L'eupéanisation progresse encore par exceptions : *« Certains fonds italiens opèrent en Allemagne, en France, au Royaume-Uni et même en Pologne et ont réussi à se bâtir une image de fonds cross-border »*, précise **Alberto**. Mais ces fonds sont peu nombreux.

La majorité des maisons autour de 200 M€ demeurent toutefois domestique et réalisent peu de build-ups internationaux. Certaines compensent par une spécialisation marquée, même si l'Italie manque encore de fonds spécialisés Life Sciences – une fenêtre de différenciation stratégique pour exister à l'échelle continentale.

Les primaires, bastion des fonds nationaux : la proximité comme actif décisif

Les opérations primaires sont majoritairement menées par des fonds domestiques. La clé : la proximité – langue, codes régionaux et compréhension intime des niches industrielles. Dans un tissu de PME très spécialisées, la confiance précède l'opérationnel ; ce capital relationnel fait ensuite du fonds le chef d'orchestre des projets d'agrégation. *« C'est une question de proximité, de langage et de compréhension fine des dynamiques sectorielles et régionales »*, explique **Alberto**.

Vers l'eupéanisation : quand la complexité appelle des partenaires transfrontaliers

À mesure que les entreprises familiales se professionnalisent et gagnent en complexité, elles recherchent des partenaires capables d'accompagner des trajectoires transfrontalières. L'essor de fonds indépendants – ni bancaires, ni adossés à des familles – impose de nouveaux standards (confidentialité, gouvernance et discipline de création de valeur). Si l'Italie est en retrait sur certains services et dans une certaine mesure, sur la tech, elle regorge d'industries de niche, idéales pour des stratégies d'agrégation à l'échelle européenne. *« De plus en plus d'entrepreneurs recherchent des partenaires internationaux, car leur société a franchi un cap de structuration et de complexité que les acteurs purement locaux ne peuvent plus adresser. Le rôle des fonds est crucial pour agréger des marchés fragmentés, comme cela a été fait en France dans l'assurance »*, expose **Francesco**.

Les marchés actions soutiennent cette montée en gamme. Elite, lancé par la Bourse italienne puis repris par Euronext, expose les PME familiales aux standards du marché (gouvernance, transparence et culture de performance) – autant d'atouts qui en font des cibles naturelles pour des fonds en quête de projets d'agrandissement. « Ces entreprises deviennent des cibles idéales pour les fonds : elles ont un vrai projet de développement et cherchent à s'adosser à des partenaires solides », conclut **Francesco**.

L'Italie avance par capillarité : primaires locales, add-ons répétés et plateformes sectorielles qui grandissent jusqu'à rechercher des partenaires européens. Le double défi est clair : renforcer la capacité cross-border des maisons italiennes et multiplier les spécialisations – y compris en Life Sciences. À ce prix, la péninsule peut devenir une fabrique efficace de consolidateurs européens : des leaders nés dans des niches locales, pensés pour la compétition continentale.

Chiffres clés PE en Italie :

Premier semestre 2025

Au premier **semestre 2025**, le marché italien du M&A a reculé légèrement en volume, avec une **baisse de 14 %** par rapport à la même période en 2024, mais a connu une **hausse de 35 % en valeur**, due à des mega-deals dans le secteur financier.

Année 2024

En **2024**, les fonds de private equity ont représenté **44 % des transactions** en Italie.

Ils ont réalisé environ **240 acquisitions de cibles** uniquement italiennes, soit une **augmentation de 14 %** par rapport à l'année précédente.

Andera en Italie :

2022 Milan

Ouverture du bureau à Milan en 2022

Opérations notables :

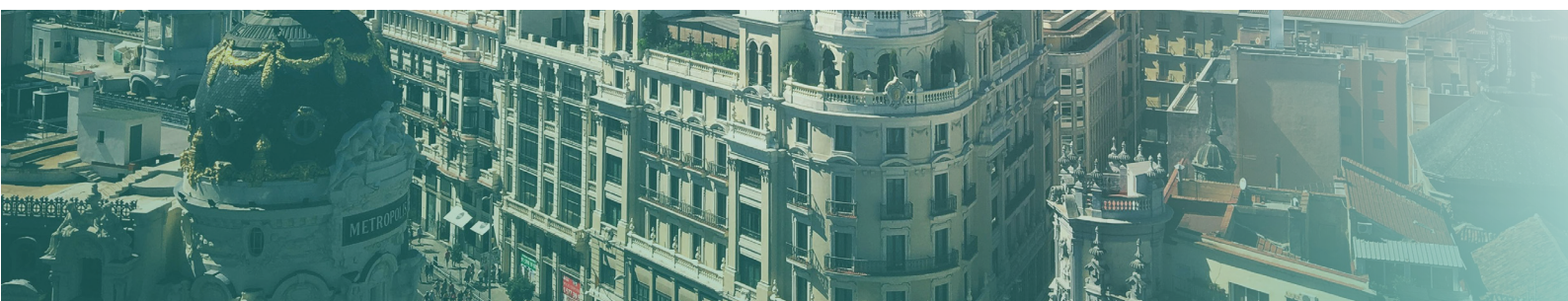
- **Private Equity :**
Pusterla, Teknikabel et Adler Ortho
- **Venture Sciences de la vie :**
MMI Microinstruments et Nouscom

9. PRIVATE EQUITY EN ESPAGNE : ENTRE ANCRAGE DOMESTIQUE ET EUROPÉANISATION ENCORE INACHEVÉE

L'Espagne occupe une place singulière dans l'eupéanisation du private equity. Solide sur son socle domestique, le marché a gagné en professionnalisation, en profondeur sectorielle et en qualité d'exécution. Mais il reste freiné par une internationalisation incomplète et par des contraintes de taille qui limitent les stratégies transfrontalières les plus ambitieuses. Le mouvement est en marche – alimenté par la proximité géographique et réglementaire avec l'Europe, mais le chemin vers une intégration pleinement paneuropéenne n'est pas encore achevé.

Une maturité en demi-teinte

Les sociétés de gestion espagnoles du private equity affichent une maturité en demi-teinte : d'un côté, un ancrage domestique robuste et des pratiques éprouvées d'acteurs sophistiqués ; de l'autre, une difficulté persistante de ces mêmes acteurs à se projeter en Europe. Ceci est en partie dû au fait qu'historiquement, les zones d'expansion « naturelles » pour les entreprises familiales espagnoles ont été l'Amérique latine, le Portugal et l'Italie, où les affinités linguistiques et culturelles facilitaient les premiers pas. « On observe aujourd'hui un glissement progressif des PME espagnoles vers l'Europe pour leur expansion internationale, ce qui requiert un accompagnement plus structuré des sociétés de gestion de private equity multi-géographies », affirme **Gonzalo**.



Internationalisation : beaucoup d'entrants et peu de sortants

Ce recentrage vers l'Europe tient à une réglementation plus cohérente et à la proximité des marchés. Toutefois, sur le terrain, ce sont surtout les fonds européens qui viennent en Espagne, plus que l'inverse. Les acteurs locaux demeurent très présents sur les opérations primaires, proches des champions et des écosystèmes nationaux. « Très peu de fonds espagnols ont véritablement réussi à s'internationaliser. Certains ont ouvert des bureaux en Italie, comme ProA et Portobello, mais leur développement dans ces géographies reste limité », constate **Gonzalo**.

À l'inverse, **Ignacio** cite le cas d'Andera comme modèle d'expansion européenne : « Ils cherchent à internationaliser leur société de gestion après avoir investi avec succès à l'étranger, alors que les fonds espagnols ouvrent généralement des bureaux à l'étranger sans avoir validé leur adéquation locale avec des expériences d'investissement pertinentes »

La contrainte de taille et la faible profondeur des marchés

La taille moyenne des fonds reste un facteur déterminant. « À l'exception des fonds Infra, aucun GP espagnol n'a encore atteint le seuil symbolique du milliard d'euros. La majorité des acteurs gèrent des fonds compris entre 300 et 800 millions d'euros, parfois moins. Cela limite leur capacité à mener des stratégies transfrontalières ambitieuses », observe **Gonzalo**.

Des atouts sectoriels réels, mais encore fragmentés

L'écosystème espagnol présente des atouts structurels : un large vivier d'entreprises familiales, des PME exportatrices, d'excellentes équipes de direction et plusieurs domaines de spécialisation, tels que l'agroalimentaire, les énergies renouvelables, l'ingénierie, les infrastructures et la santé. Ces niches alimentent un flux d'affaires de grande qualité et offrent des perspectives de croissance visibles.

Cependant, ces secteurs ne disposent pas de la profondeur nécessaire pour soutenir des stratégies spécifiques. « Dans un contexte comme celui-ci, un positionnement généraliste peut parfois rester la meilleure approche », conclut Gonzalo.

L'Espagne illustre un moment charnière de l'eupéanisation : la convergence des pratiques est avancée, l'attractivité locale est réelle, mais l'« aller-retour » paneuropéen n'est pas encore fluide. Les équipes espagnoles excellent dans la proximité entrepreneurs/territoires et dans les opérations primaires ; il leur reste à bâtir une capacité de projection – ouverture de bureaux, alliances paneuropéennes et fonds de dimension supérieure – pour jouer à armes égales dans les processus cross-border. À l'inverse, l'arrivée continue de fonds européens en Espagne confirme que le pays est un marché d'ancrage stratégique au sein de l'Union.

Chiffres clés PE en Espagne :

Janvier-Avril 2025

De janvier à avril 2025, le marché espagnol du M&A a connu une **baisse de 20 %** en nombre de deals et de **18 % en montant** par rapport à la même période en 2024.

Année 2024

En 2024, le private equity a représenté un total de **264 deals**, pour un total de **22 milliards de dollars**.

L'immobilier a été le secteur le plus dynamique au cours de l'année.

3^e trimestre 2024

L'expansion internationale **des fonds espagnols** au T3 2024 :

- **Portugal** : 49 opérations
- **États-Unis** : 42 opérations
- **Italie** : 41 opérations

Andera en Espagne :

2024 Madrid

Ouverture du bureau à Madrid en 2024

Opérations notables :

- **Private Equity** :
Sanifit, MedLumics
MisterTemp' Group et Grupo DGH
(acquisition par Groupe ADF)

10. LA BELGIQUE COMME LABORATOIRE DISCRET, MAIS DÉCISIF, DE LA COLLABORATION EUROPÉENNE

L'européanisation du private equity ne se résume pas à la multiplication des fonds cross-border ou à l'adoption d'une documentation « euro-standard ». Elle s'observe surtout dans la façon dont les écosystèmes nationaux s'imbriquent, alignent leurs pratiques, et apprennent à partager le risque et l'expertise. À cet égard, la Belgique joue un rôle de laboratoire paneuropéen : petit marché, mais dense en passerelles, où la coopération prime sur la taille des bilans.

Un écosystème en circuit court entre science, start-up et capital

La Belgique illustre la manière dont des économies de petite taille peuvent accélérer la traduction de la recherche en valeur entrepreneuriale. « C'est un pays très organisé, avec un maillage étroit entre le monde universitaire et l'écosystème des start-up, ce qui facilite le passage de la recherche académique à la création de spin-offs, notamment dans le secteur des Life Sciences. Dans d'autres pays plus grands, cette transition est souvent moins fluide », explique **Jan Van den Bossche**. Ce circuit court entre science et marché crée une profondeur de deal-flow rare à l'échelle du pays, particulièrement dans les sciences de la vie, où les cycles de maturation sont longs et les besoins en capital, étagés.

Des racines bancaires aux coalitions d'investisseurs européens

Il y a 25 ans, le marché belge était surtout animé par les banques. La montée en puissance des fonds français et néerlandais a progressivement déplacé le centre de gravité vers des acteurs plus spécialisés, en particulier sur les tours de croissance. Entre-temps, les *family offices* locaux se sont affirmés, apportant *patient capital*, connaissance du terrain et flexibilité de structuration – trois ingrédients qui fluidifient l'entrée d'investisseurs étrangers. Cette cohabitation d'acteurs historiques (banques et familles) et paneuropéens (fonds de croissance et fonds sectoriels) a façonné un marché où l'on bâtit des tours de table « cousus main », sans perdre en vitesse d'exécution.

Le « relais » comme modèle d'intégration

Dans la pratique, la Belgique s'est imposée comme une rampe d'accès vers l'échelle européenne : « Aujourd'hui, les fonds belges interviennent fréquemment sur les premiers tours de financement, avant de passer le relais à des fonds européens de taille plus importante. Ces fonds sont souvent adossés à des sponsors étrangers. Même si les équipes sont belges, ils restent peu intégrés dans un cadre européen structuré. Les fonds Life Sciences, quant à eux, ont très rarement des équipes sur place », commente **Jan**. Autrement dit, l'intégration progresse par enchaînement plutôt que par harmonisation complète : le local amorce, le paneuropéen amplifie.

Cette mécanique présente deux vertus. D'abord, elle réduit le « *cost of learning* » côté investisseur en s'appuyant sur des équipes locales proches des laboratoires, des hôpitaux universitaires et des *clusters* technologiques. Ensuite, elle augmente la certitude de financement pour les entrepreneurs, via des tours successifs déjà « pré-alignés » avec des co-investisseurs européens.



**JAN VAN
DEN BOSSCHE**

Associé
Andera Life
Sciences



La Belgique montre que l'intégration du private equity avance d'abord par **coopération fonctionnelle** : répartition des rôles entre investisseurs locaux (détection, amorçage et dérisquage scientifique) et acteurs européens (« *scaling* », accès marchés et liquidité). Le marché n'a pas besoin d'être centralisé pour être intégré ; il a besoin de **ponts** robustes qui transforment des trajectoires locales en réussites paneuropéennes.

Chiffres clés PE en Belgique :

42 % du portefeuille, contre 39 % en 2022-2023

En **Belgique**, la part des placements alternatifs est plus importante que jamais pour les *family offices*, et représente **42 % de leurs portefeuilles aujourd'hui**, contre **39 % en 2022-2023**. Ainsi, le private equity, entre autres, a pris une place importante dans leur portefeuille afin d'en renforcer la résilience.

Principaux fonds de PE belges en chiffres :

1. **Copeba** : AuM communiqué : **4 400 M€**
2. **Integra** : **> 700 M€**
3. **Gimv** (Euronext) : **1 800 M€**

Andera en Belgique :

2019 Anvers

Ouverture du bureau
à Anvers en 2019

Opérations notables :

- **13 investissements en 25 ans**
- **Participations notables :**
Pauwels Solutions Group, Infra Group, Minafin,
Pennel & Flippo, Elan Languages, Agomab,
Nyxoah et Skysun

11. ENJEUX DE DURABILITÉ À L'HEURE DE L'EUROPÉANISATION

- REGARD D'ANDERA PARTNERS

L'Europe a imposé une trajectoire exigeante en matière de durabilité avec, notamment, la CSRD, la SFDR et la taxonomie. Pour les sociétés de gestion, l'enjeu n'est plus de savoir si la durabilité est essentielle, mais plutôt comment l'opérer efficacement dans des portefeuilles paneuropéens aux niveaux de maturité hétérogènes. Comme le résume **Noëlla de Bermingham, Chief Sustainability Officer d'Andera Partners** : « *La régulation a été un formidable accélérateur, mais l'empilement de normes et cadres nationaux et européens devient contre-productif* »

Entre européanisation et empilement réglementaire

L'européanisation se heurte à un risque de friction : des cadres qui se superposent et un reporting qui absorbe trop d'énergie. La complexité détourne parfois de l'essentiel, surtout pour des entreprises encore peu matures. « *Certaines entreprises décrochent complètement, non pas parce que ces normes ne sont pas utiles, mais parce qu'elles sont conçues de manière trop complexe et inadaptée* », souligne **Noëlla**. La priorité est de clarifier les attentes, d'éviter les doublons et de phaser les exigences selon la maturité réelle des sociétés.

Des niveaux de maturité hétérogènes en Europe qui participent à l'empilement des normes

Les écarts de pratiques entre pays demeurent significatifs. Les fonds naviguent dans un *patchwork* de règles où la France se distingue par son avance, portée notamment par l'article 29 de la loi Climat et Énergie, devenu un socle opérationnel et un avantage compétitif. « *L'Asie accélère, les États-Unis ralentissent et, nous, en Europe, nous donnons l'impression d'être immobiles* », observe **Noëlla**. Pour être mobilisatrice, l'européanisation doit capitaliser sur ses meilleurs standards et les rendre exécutoires à l'échelle du continent.

Passer d'une logique « tick the box » à la mise en œuvre concrète et à l'impact prouvé

Le capital-investissement a ici un rôle de traducteur et d'accélérateur. « *Le nerf de la guerre, c'est de démontrer que la sustainability protège la valeur et en crée* » Les équipes d'investissement doivent simplifier le cadre pour les dirigeants, concentrer l'effort sur la transformation du modèle économique et documenter les résultats. Dans le portefeuille d'Andera, MasterGrid a engagé une transition devenue « *un gage de réassurance pour les repreneurs et les investisseurs* ». Les acteurs industriels, tout comme les sociétés de services, doivent réduire leurs expositions aux risques et peuvent aussi créer de nouvelles opportunités de marché. « *Il n'y a pas un secteur où l'on ne puisse pas faire des choses intéressantes et transformantes, même ceux qui paraissent les moins avancés ou les moins concernés* »

Les attentes des investisseurs accélèrent cette dynamique. La conformité ne suffit plus : les investisseurs institutionnels demandent des preuves tangibles au niveau des participations, qu'il s'agisse d'améliorations opérationnelles, de gestion des risques climat et biodiversité, ou d'alignement des trajectoires. « *Aujourd'hui, tous les fonds se sont mobilisés sur cet enjeu* », rappelle **Noëlla**. Ce glissement vers l'impact réel incite les gérants à passer d'un reporting défensif à une création de valeur démontrable.

Vers un modèle européen crédible et exportable

Malgré sa complexité, l'Europe dispose des atouts pour imposer un modèle crédible et exportable. En limitant le *greenwashing* et en posant des bases robustes, à l'image du cadre français qui inspire déjà d'autres juridictions, la place européenne peut convertir la rigueur réglementaire en avantage stratégique, à condition de privilégier la clarté, la comparabilité et la mise en œuvre. « *Cette rigueur pourrait peser positivement dans la balance* » et positionner durablement l'Europe comme référence.



**NOËLLA
DE BERMINGHAM**

Chief Sustainability Officer
Andera Partners



**L'EUROPÉANISATION
DU PRIVATE EQUITY :**
DÉPASSER LES FRONTIÈRES
POUR STRUCTURER UNE OFFRE INTÉGRÉE.