

Le Private Equity fait naître une nouvelle génération d'entrepreneurs actionnaires



Judi 11 avril 2017. Dans les locaux du cabinet Hogan Lovells, le Magazine des Affaires a donné rendez-vous à 8 acteurs clefs du LBO en France. Retour en images sur deux heures de débats passionnés.

Photographie : Fabrice de Silans

Olivier Bénureau, Magazine des Affaires : L'élection présidentielle a-t-elle eu un impact sur le marché de la transmission d'entreprise ? Est-ce que les sponsors sont dans une phase d'attente ou d'accélération de leurs investissements ?

Frédéric Mimoun, Omnes Capital : Du côté des levées de fonds, on observe un vrai ralentissement des investisseurs, en particulier des étrangers. Chez Omnes, en raison de la confiance historique de nos investisseurs sur l'ensemble des produits distribués par les équipes de gestion spécialisées, nous avons poursuivi nos levées sans difficultés ; pour preuve le fonds mid-cap de 4ème génération, Omnes Croissance 4, clôturé à 210 M€ en décembre dernier, au-dessus de sa taille cible. Du côté des transactions, on note en revanche peu de changements voire même au contraire une accélération du deal-flow. On peut l'expliquer par un tissu entrepreneurial très dense en France, surtout sur les PME et ETI. Le segment du small-cap conserve une forte croissance en volume.

Fabrice Scheer, UBS Wealth Management : Je suis assez d'accord. Il y a même une remontée en pression assez forte.

Olivier Bénureau, Magazine des Affaires : Est-ce qu'il y a une phase d'accélération dans les process que vous avez enclenchés ?

Fabrice Scheer, UBS Wealth Management : Non. On reste toujours sur le cycle habituel de décision des actionnaires d'entreprises : d'attendre la visibilité de leur atterrissage des chiffres ou, éventuellement, quand ils sont confiants, de voir un peu le budget de l'année suivante si les choses s'enclenchent bien. On a quand même observé une forte accélération sur la fin de l'année dernière. Je ne pense pas que les élections aient d'impact sur les affaires. Il n'y a pas non plus d'angoisse sur le plan fiscal non plus, contrairement à ce qui s'était passé il y a cinq ans, où il y avait de vrais stress sur le plan de l'évolution de la fiscalité. Les entrepreneurs sont confiants sur le fait qu'Emmanuel Macron ou François Fillon ne feront pas de révolution fiscale. Du coup, le paquebot du deal flow est reparti en forte hausse.

Olivier Bénureau, Magazine des Affaires : Donc les entrepreneurs ne croient pas au scénario du pire, en tout cas en France.



Mais à l'étranger, est-ce le même son de cloche ?

Mathieu Antonini, Ardian : Beaucoup attendent le résultat des élections pour faire du fund raising. Parce qu'aujourd'hui tout est gelé. L'investisseur international ne veut pas s'engager sur les 10 prochaines années en réalité... En tout cas sur des fonds de taille moyenne qui sont 100 % France. Je pense que ce n'est pas évident, aujourd'hui, de convaincre des investisseurs étrangers. Chez Ardian, on s'est largement "dériské" de la France, et c'était une volonté stratégique. 50 % de nos investissements sont réalisés hors de nos frontières. Et pour les investissements qui sont réalisés en France, très souvent, on investit dans des sociétés très internationales.

Olivier Bénureau, Magazine des Affaires : Et côté "deals" ?

Mathieu Antonini, Ardian : Sur des mid-large caps, on a quand même l'impression que les acteurs essaient de passer avant les élections... Les corporates attendent clairement cette échéance, j'imagine qu'ils ont d'autres enjeux sur leur core business. Pour les autres opportunités, on a plutôt vu une volonté à minima de signer, voire de "closer", avant les élections, ou alors on attend

le résultat final et dans ce cas, ce sera plutôt enclenché en septembre. Après, sur le large cap, il n'y a pas eu un deal flow énorme.

Xavier Leloup, Magazine des Affaires : Du coup, ce contexte, quelle est l'impact sur les valorisations ? **Fabrice Scheer, vous disiez il y a quelques mois que les**

“Les 100 premiers jours après le closing sont les plus importants ! Ils permettent de prendre la température au sein de l'entreprise et d'accompagner le dirigeant de façon très présente”

Frédéric Mimoun

entreprises françaises non cotées étaient moins chères que leurs homologues allemandes, anglaises, américaines... Est-ce c'est toujours vrai ?

Fabrice Scheer, UBS Wealth Management : Anglaises et américaines, ça c'est sûr. J'avoue que j'ai moins de visibilité pour les sociétés allemandes. Vu de notre fenêtre, il y a toujours cet ordonnancement : la valeur des entreprises a augmenté en France, c'est certain, même s'il y a une notion d'écart-type qui est assez importante. En fin de compte c'est toujours l'histoire du mouchoir rouge devant le taureau. On a l'impression que tout le marché est hyper cher, mais en réalité il y a des écarts-types qui sont quand même assez significatifs. Il est faux d'imaginer que toutes les entreprises valent très cher. Certaines d'entre elles sont magnifiques, et ces entreprises-là occupent le devant de la scène et partent cher. Et on a l'impression que tout va partir cher.

Olivier Bénureau, Magazine des Affaires : Il y a aussi ce parallèle avec l'effet coté et non coté puisque depuis six mois il y a une espèce de rallye quand même... Comme il y a une comparaison qui est faite entre non coté et coté, on peut se poser cette question : est-ce que cela a suivi les mêmes proportions ?

Fabrice Scheer, UBS Wealth Management : Oui bien sûr, il y a un parallélisme qui existe même s'il n'y a pas



Frédéric Mimoun

- Frédéric Mimoun, Directeur d'investissements, Omnes Capital
- Frédéric Mimoun rejoint Omnes Capital en septembre 2016 en tant que Directeur d'investissements dans l'équipe Capital Développement & Transmission small cap.
- Frédéric Mimoun démarre sa carrière chez Arthur Andersen en Recovery/Transaction Services, puis à la Société Générale en fusion & acquisitions à Londres. Il intègre ensuite la Royal Bank of Scotland à Paris en tant que Directeur des équipes d'origination Leveraged Finance, avant de rejoindre Nixen Partners. Frédéric Mimoun était depuis 2015 Responsable du pôle Private Debt pour la France et le Benelux chez Blackrock.
- Frédéric Mimoun est diplômé de l'ESTP Paris.

de connexion immédiate. Tout cela est dans le même mouvement, c'est-à-dire que c'est un afflux de capitaux. Même si le coté répond à d'autres codes, il y a d'autres choses. Sur la macroéconomie mondiale, il y a des effets de spéculation que le non coté ne vit pas. Et puis il y a la question de la perspective de croissance aussi. Pour une ETI, même large, on parle souvent de croissance et de dynamique de croissance – pour ces entreprises qui valent cher qui ont d'autres perspectives que des grands groupes cotés. Et puis il ne faut pas oublier que dans le non coté, on est sur une transaction. C'est-à-dire qu'il y a une vente qui se fait, il y a un changement souvent majoritaire, et donc une valorisation qui l'accompagne. Le coté, c'est le quotidien de la valeur d'une société où il y a des échanges mais où il n'y a pas de transaction. Le jour où

il y a une OPA sur une grosse société cotée, la valeur est très significativement différente de son cours de bourse historique. Donc il s'agit toujours un peu, aussi, de relativiser. Mais pour répondre à la question... Au Royaume-Uni, il y a peut-être quelque chose qui se passe, du fait du Brexit et on n'a pas encore de recul par rapport à ça. Il semblerait que les niveaux de valorisation soient perçus comme très élevés.

Olivier Bénureau, Magazine des Affaires : Du coup, en France on a encore de la marge ?

Fabrice Scheer, UBS Wealth Management : C'est comme quand on compare l'immobilier à Lyon et l'immobilier à Paris : ce sera toujours 50 % inférieur – quel que soit le niveau, même si c'est cher. Je pense que

les entreprises françaises vaudront toujours un petit peu moins que leurs homologues américaines parce que économie différente, dynamique différente, fiscalité différente, droit différent, charges sociales différentes... Au Royaume-Uni, des sociétés performantes financièrement, il y en a beaucoup plus qu'en France. Il y a des marges d'EBIT, des marges d'EBIT-DA. Pourquoi est-ce que les Anglais n'arrivent pas à investir en France ? Parce qu'ils se disent qu'on a vraiment des entreprises moins rentables.

Xavier Leloup, Magazine des Affaires : C'est la question du taux de profitabilité, dont on parle, qui est bas en France...

Fabrice Scheer, UBS Wealth Management : C'est très simple. Une



entreprise anglaise se projette à l'international beaucoup plus facilement parce que tout le monde parle anglais. Parce que pour projeter une entreprise à l'international, il ne suffit pas que le patron parle anglais, il faut que toute la structure suive. Donc, déjà, ce sont des gens qui sont naturellement et culturellement orientés vers l'étranger et l'international, comme les Pays-Bas, comme certaines entreprises dans les pays du Nord, comment un peu les Allemands d'ailleurs. Et puis, après, ils ont un poids fiscal et social que l'on retrouve dans l'EBIT. La masse de taxes qu'une société prend dans l'EBIT en France, on le retrouve dans la marge d'EBIT anglaise. Du coup le niveau de rentabilité et la capacité d'adaptation beaucoup plus rapides des sociétés anglaises font qu'il est assez logique qu'une société anglaise soit mieux valorisée qu'une PME française. Et aux États-Unis je pense que c'est à peu près pareil.

Olivier Bénureau, Magazine des Affaires : La question de la valorisation était aussi liée au fait qu'il y a beaucoup d'equity disponible. Il semblerait qu'il y ait encore beaucoup d'argent à investir, et il n'y a pas forcément beaucoup de sociétés éligibles. Est-ce qu'il n'y a pas un déséquilibre entre l'offre et la demande ?

Mathieu Antonini, Ardian : En 2016, on arrive à 260 milliards dans le monde

et 90 milliards dans les levées de fonds.

Fabrice Scheer, UBS Wealth Management : Le private equity, et tant mieux pour tout le monde, devient une vraie classe d'actifs. Les grands argentiers aujourd'hui considèrent le pri-

“Le LBO reste le meilleur modèle de gouvernance aujourd'hui pour une entreprise, quelle que soit sa taille”

Fabrice Scheer

vate equity comme une classe d'actifs. Le problème c'est que cet argent doit aller dans des zones de droit – c'est-à-dire où le droit fonctionne – parce que, lorsque l'on ne se trouve pas sûr du côté, il faut que les packs, les contrats fonctionnent... Il faut qu'il y ait de la fluidité, de la liquidité. Il faut une profondeur de marché. Quand on examine le panorama de la géographie mondiale, où est-ce qu'on peut aller investir ? Il n'y a réellement qu'aux États-Unis et en Europe. Cet argent cherche du rendement parce qu'il n'y en a plus ailleurs. Donc, ça s'engouffre sur quelques zones géographiques et ça crée de la tension concurrentielle, de la

tension sur les valeurs.

Frédéric Mimoun, Omnes Capital : Le dry-powder (la forte liquidité contribuant à l'inflation des prix des transactions) est perceptible sur le marché de la dette (dette privée) et de l'equity avec une différence en fonction de la taille des opérations. Le small-cap est relativement immunisé contre ces inflations de prix en raison d'un nombre limité d'intervenants crédibles et des « effets paquebots » moins forts que dans le large-cap.

Fabrice Scheer, UBS Wealth Management : On couvre un éventail un peu large, gros, petit mid, c'est là où il y a de grosses profondeurs de marché en France. Dans tous les segments aujourd'hui, il y a une montée très significative des valorisations. Même en small-cap. On constate un facteur coquille de noix sur l'océan... Il y a un facteur-risque qu'on voit moins intégré dans les valorisations, mais, après, surviennent des « upsets »... On fait plus facilement trois fois la mise quand on investit 7 ou 10 M€ d'equity que quand on mets 100 M.

Frédéric Mimoun, Omnes Capital : L'indice Argos Soditic fait état de multiple de 8,8 à 9,2x en moyenne sur le mid-cap. Ma vision sur le segment du small-cap est que les valorisations oscillent plutôt entre 5 et 7x l'Ebitda, permettant ainsi une amélioration du multiple lors de la cession. Ces plus faibles valorisations sur le small-cap sont le résultat de plusieurs facteurs, notamment un volume d'opérations important vs. une offre de qualité limitée, et une forte activité de financement par les banques régionales/locales peu concurrencées par les acteurs de dette privée qui bénéficient de la liquidité de ce marché. Chez Omnes, nous nous appuyons sur un fort ancrage régional, hérité de notre proximité de longue date avec les équipes de financement de LCL, du groupe Crédit Agricole et des conseils locaux.



Fabrice Scheer

- Fabrice Scheer est responsable de l'équipe UBS M&A MidCap depuis 2008. A 46 ans, il compte 17 années de Fusions & Acquisitions à son actif, passées au sein d'Ernst & Young Corporate Finance puis UBS. Sous son impulsion, l'équipe MidCap d'UBS enregistre une forte progression de son activité. Constituée de 15 professionnels, l'équipe est à l'œuvre sur une vingtaine de mandats en cours d'exécution..
- Pour mémoire, Fabrice est intervenu sur les deals Franck Provost, Brunel, Euro Protection, Synchrone, Pacific Pêche, Oberthur, Vulcain, Malherbe, Cognac Larsen
- L'équipe d'UBS Wealth Management est montée en puissance au cours des cinq dernières années dans le métier du Capital Investissement. Avec Rothschild et Natixis Partners notamment, elle fait partie des cinq banques d'affaires qui ont accompagné le plus d'opérations de Private Equity de 2014 à 2016.

Olivier Bénureau, Mda : Quelles sont les conséquences du déséquilibre entre offre et demande sur le marché de la dette ? Avec des apports en fonds propre proches de 50% en moyenne, doit-on être rassurés par rapport aux excès de la période de 2007 ?

Olivier Meline, European Capital : La situation nous paraît beaucoup moins anxiogène qu'en 2007, d'abord parce que les leviers élevés ne sont généralement engagés que sur certains secteurs ou sur certaines typologies de sociétés, mais aussi parce que parmi ces situations à levier élevé, les structures de financement sont plus souples et résilientes (grâce à la moindre ponction de cash de l'unitranche notamment), tout en permettant aux sociétés d'être mieux outillées

pour aller chercher la croissance, en organique ou par build-up, ce qui in fine favorise la création de valeur. Enfin, les apports en fonds propres sont plus équilibrés qu'en 2007 (le fameux equity cushion), ce qui aligne mieux les intérêts des financeurs avec celui des actionnaires.

Mda : L'offre de financement s'est considérablement élargie. Pourquoi dans un marché très concurrentiel, l'unitranche gagne-t-il du terrain ?

Olivier Meline, European Capital : On a une multiplicité d'options disponibles pour conduire un LBO, que ce soit dans le large et le mid historiquement, mais également dans le small cap. Il y a des opérations qui étaient uniquement finançables par de la dette bancaire historiquement ou peut-être

non finançables dans le small, et qui aujourd'hui peuvent aussi bénéficier de financements alternatifs. Donc, qualitativement, on a bien cette multiplication des options disponibles, entre de la dette bancaire et différentes typologies de fonds de dette qui là aussi se segmentent – Frédéric en parlait plus tôt : le private equity s'est segmenté depuis des décennies et on est en train de vivre la même chose dans la dette. Il y a plein d'options disponibles, différentes, et plusieurs peuvent être utilisées sur une situation donnée. On a des fonds qui voient bien que plusieurs options de financement marchent, et que, en fonction d'une stratégie, en fonction de ce que l'on aura décidé avec une équipe de management, telle ou telle structure marche mieux. Donc, cela, c'est pour le qualitatif. Après, quantitativement, on

observe le même phénomène que dans l'equity, évidemment. La classe d'actifs "dette privée" a également émergé comme étant une classe d'actifs à part entière. Elle est alimentée du côté investisseurs par des gens qui viennent de l'equity et qui voient une manière de se diversifier sur des niveaux de risque moindres avec des rendements qui ne sont pas trop mal. Elle draine aussi les investisseurs qui du fixed income. Globalement, c'est un joli succès en termes de classe d'actifs pour les investisseurs. Là aussi, en 2015 et 2016, on est à des niveaux record de levées de fonds. Et, cela se voit dans la multiplication des acteurs. Donc, pour un même produit, côté fonds de dette, les acteurs se multiplient. Pour répondre à la question sur l'unitranche, les avantages sont nombreux : l'interlocuteur unique, la réactivité, la flexibilité, le fait que les fonds de dette aient une philosophie take and hold, les facilités de financement de la croissance organique (grâce à la disponibilité du cash) ou externe (au travers des lignes d'acquisitions dédiées). Ce qui amplifie le succès de l'unitranche aujourd'hui c'est une meilleure appropriation de la solution par les managers eux-mêmes, qui une fois qu'ils y ont goûté deviennent le plus souvent prescripteurs, ou encore par les conseils en financement dans les structures M&A, dont le rôle devient de plus en plus important pour identifier en amont des contextes adaptés à tel ou tel solution de financement.

Patrick Teboul, Mayer Brown : Sur la partie bancaire, je n'ai pas véritablement constaté une baisse significative des marges. Je pense que, s'agissant des dettes strictement bancaires, les facteurs différenciant se situent plutôt au niveau des interlocuteurs. Par exemple, sur le smid, il y aura une tendance plus naturelle de la société ou du fonds à s'adresser aux banques locales qui tendront à proposer des niveaux de marge plus bas que ce que l'on peut voir sur des financements structurés plus classique. Si on regarde les transactions dont le financement entre dans la ca-

tégorie des financements structurés, on constate que le niveau des marges est resté relativement constant au cours des deux dernières années. Par exemple, à levier constant, la marge d'une tranche B reste proche de 4,5%. La constance de ces niveaux s'explique sans doute par un taux de base qui est resté proche de zéro, voire négatif, du-

“Ce qui peut se présenter plus fréquemment aujourd'hui c'est qu'à travers la succession de LBO réussis, le management se relue et prend un poids beaucoup plus important. Les équilibres évoluent”

Martin Naquet-Radiguet

rant cette période. En revanche, on a pu constater une présence de plus en plus importante des unitrancheurs que l'on voit de plus en plus systématiquement proposer des financements concurrents à ceux des banques et qui proposent en outre des produits de plus en plus sophistiqués. On constate aussi que les taux d'intérêts proposés par ces acteurs ont eu tendance à baisser et se rapprocher des taux proposés pour une tranche B, même s'il reste une différence relativement significative. La structure de la rémunération de l'unitranche a aussi évolué. On est passé d'une structure de rémunération qui s'orientait autour d'un intérêt cash, intérêt PIK et BSA vers des instruments qui ne proposent plus qu'une rémunération cash, avec une faculté plus ou moins importante de capitaliser une partie des intérêts durant la vie de ce financement...

Olivier Bénureau, Magazine des Affaires : Et de ne pas peser sur les cashflow de l'entreprise.

Patrick Teboul, Mayer Brown : Oui, cette faculté permet souvent aux sociétés de gérer des problèmes de cyclicité de trésorerie.

Olivier Bénureau, Magazine des Affaires : Et c'est une tendance lourde ?

Patrick Teboul, Mayer Brown : Oui, la tendance est toujours à plus de souplesse. Le seul type de financement que l'unitrancheur ne peut pas proposer aujourd'hui, ce sont des lignes de BFR revolving qui doivent s'insérer dans la structure de financement via la mise en place de " Super Senior RCF" par exemple. Toutefois, ce type de dette est souvent plus difficile à trouver dans la mesure où il est compliqué. On constate ainsi que les banques n'ont pas un gros appétit pour ce genre de lignes. Une autre solution est de laisser les sociétés opérationnelles souscrire une ligne de BFR classique avec leurs banques et autoriser une telle souscription dans la documentation unitranche.

Olivier Meline, European Capital : Pour nuancer le point de Frédéric sur les pricings, on a une segmentation. En réalité les nouveaux acteurs et même certains acteurs historiques ont plusieurs stratégies. Les nouveaux acteurs viennent se positionner sur une stratégie donnée et donc il y a une réelle segmentation. En moyenne on peut parler d'une tendance, si on veut, mais finalement il y a une vraie segmentation. Certains fonds savent très bien que pour tel deal avec beaucoup de leviers, on ira voir tel ou tel acteur. Sur d'autres deals où on veut de la souplesse, pas nécessairement de l'agressivité en terme de levier mais de la souplesse et de la compétitivité-prix, alors on ira voir un autre acteur ou une autre équipe au sein du même institutionnel. Donc je pense qu'il y a une très forte segmentation, et elle



Martin Naquet-Radiguet

- Associé au sein du Transaction Services de PwC France, département qu'il a rejoint en 1997 et qu'il a dirigé de 2009 à 2015. Martin est responsable du Private Equity pour PwC France.
- Au cours des 20 dernières années, Martin Naquet-Radiguet a mené près de 400 projets de due diligence, pour des investisseurs financiers ou industriels, côté buy-side ou sell-side.
- Ses clients incluent un large portefeuille de fonds d'investissement mid-cap ou large-cap (Montagu PE, Motion EP, IK, Partners Group, Abenex, Advent, etc.), ainsi que des grands groupes français (VINCI, Sodexo, etc.).
- Parmi les projets récents menés par Martin, figurent notamment les vendor due diligence sur Prosol et les due diligence buy-side sur Cerba Healthcare, Safran Identity & Security, Groupe Ponroy Santé, Aqua Lung et Areva TA.

va sans doute continuer, se confirmer, comme dans l'equity. Ça, c'est pour le point sur les tendances. Le cash, c'est un point intéressant. L'écosystème a mis un certain temps à apprendre ce qu'était le produit et à déterminer ce que sont les meilleures situations pour ce produit. L'unitranche, il faut rappeler que souvent ce sont des instruments in fine, où il n'y a pas de ponction sur le cash pour un amortissement de la dette, pendant la vie du deal. Et donc, finalement, on se retrouve dans des situations où on utilise moins la génération de cash de la société pour servir la dette. Du coup quand on sélectionne bien ces contextes-là, on se retrouve sur des deals où en effet on peut rémunérer l'unitrancheur avec du cash uniquement, et sans aller dans de la rémunération un peu plus exotique. Les fonds aiment bien que ce soit du

cash uniquement, mais c'est aussi parce qu'aujourd'hui on sent mieux que ce sont sur ces contextes-là qu'il faut faire appel à un unitrancheur. Donc, là aussi, je pense que ce n'est pas nécessairement une évolution du produit, c'est aussi que l'écosystème apprend à déterminer quels sont les contextes où le produit convient le mieux.

Olivier Bénureau, Magazine des Affaires : Et sur le small, on en voit, des unitranche ?

Olivier Meline, European Capital : A partir de de 15-20 M€ de dette.

Pierre-Emmanuel Chevalier, Gowling WLG : Nous commençons à en voir, effectivement mais sur le haut du small-cap tout en restant sur des valorisations relativement modestes.

Olivier Meline, European Capital : C'est clairement une des grandes tendances de l'année écoulée. On avait historiquement des acteurs dans le small qui ne voulaient pas entendre parler de cette offre. Et puis ils réalisent que finalement ça peut être pas mal, sur des situations de données non finançables historiquement, et avec ce qu'on pourrait assimiler à un bout d'écouille "capé" (en termes de retours). De leur point de vue, c'est ça. Et donc cela leur permet d'optimiser la taille de leur ticket, ce qui n'est pas forcément un objectif stratégique en période de dry powder élevé. Mais pour nous c'est la grande nouveauté, des fonds historiquement small cap s'ouvrent à l'unitranche. Et ils perçoivent bien certains avantages sur des situations complexes non finançables historiquement ou sur des primaires. La situation primaire



"small" est typiquement un contexte où l'unitranche peut faire du sens.

Frédéric Mimoun, Omnes Capital : Indéniablement, l'unitranche offre une rapidité d'exécution. Dans le cadre d'opération "primaire", on peut constater des problématiques de carve out et on peut partager beaucoup plus de risk reward (rémunération au risque) avec l'unitrancheur. Ceci contribue à nous donner un avantage compétitif dans les processus d'enchères. Côté small-cap, comme déjà évoqué, le recours à l'unitranche est encore limité, compte tenu du modèle de rémunération des équipes de gestion des prêteurs.

Patrick Teboul, Mayer Brown : Un autre avantage est la relative souplesse pour obtenir des waivers.

Frédéric Mimoun, Omnes Capital : En effet.

Patrick Teboul, Mayer Brown : On a tous vécu des demandes de waivers traumatiques avec la nécessité d'obtenir l'accord de 36 banques... Ce n'est évidemment pas du tout la même chose lors que cette demande s'adresse à un ou deux interlocuteurs qui ont en général une très bonne connaissance des problématiques.

Frédéric Mimoun, Omnes Capital : En particulier dans les gros dossiers où des clauses du type « snooze or loose » ont permis de préserver la manœuvra-

“Nous sommes en train de devenir une industrie de services financiers et on sait très bien que, dans une société de services financiers, le premier actif c'est la confiance dans la marque”

Mathieu Antonini

bilité des pools bancaires importants
Olivier Bénureau, Magazine des Affaires : Pouvez-vous préciser ce qu'est le " snooze you loose " ?

Patrick Teboul, Mayer Brown : Il s'agit d'une clause qui stipule simplement qu'à défaut de réponse durant une période préfixe (souvent une 10ème de jours) la banque est réputée avoir accepté la demande.

Olivier Bénureau, Magazine des Affaires : Qui ne dit mot consent.

Patrick Teboul, Mayer Brown : "Qui ne dit mot consent", absolument.

Xavier Leloup, Magazine des Affaires : J'ai l'impression que l'on voit également beaucoup de refinancements qui permet aussi de rebattre les cartes d'un deal ?

Patrick Teboul, Mayer Brown : Sur ces deux derniers mois on assiste effectivement à une certaine recrudescence de recapitalisations. Certaines sont opportunistes et liées, par exemple, à des cessions d'actifs dont les banques ne souhaitent pas appréhender les produits. Certaines recapitalisations sont plus structurelles.

Frédéric Mimoun, Omnes Capital : L'intérêt est aussi bien pour les actionnaires que pour le management. Au début d'un deal, la mise en place d'obligations convertibles offrent un « sweet equity » à l'équipe dirigeante, lui permettant ainsi de capter de manière irrévocable une proportion de capital supérieure à son investissement. A l'occasion de situations où l'opération s'est bien déléveragée, la recapitalisation offre l'opportunité pour les actionnaires d'un remboursement de leurs obligations convertibles, et pour le management une occasion de se reluer au capital de la société. Chez Omnes, nous sommes actuellement en train de mener une telle opération ciblant le remboursement de plus de 60% des obligations convertibles tout en reluant son management. Cela permet aussi de préparer la liquidité pour permettre au management de reprendre le contrôle de la société, le cas échéant.

Xavier Leloup, Magazine des Affaires : Est-ce que les dirigeants d'entreprises ont ce souci permanent de garder le contrôle de la société ? Le LBO n'est-il pas aussi un moyen de



Mathieu Antonini

➤ Mathieu Antonini est Managing Director au sein de l'équipe Mid-Cap d'Ardian. Après une expérience chez Saint Gobain puis le fonds large cap Permira, Mathieu Antonini a rejoint le fonds Ardian (Ex AXA Private Equity). Depuis son arrivée, il a réalisé une quinzaine d'opérations de LBO et de build-up.

➤ Ardian Mid-Cap Buy-out finalise l'investissement de son fonds de cinquième génération d'un montant total de 2,4 milliards d'euros et prépare la levée de son 6ème fonds. L'équipe compte 35 investisseurs répartis en France, Allemagne, Italie, UK et Espagne. Parmi ses thèses d'investissements préférés figurent les stratégies de build-up transformant.

➤ Ardian a reçu de nombreuses récompenses dont le Grand Prix de l'accompagnement des ETI surperformantes en 2015 et 2016 décerné par le Magazine des Affaires.

communiquer vis-à-vis de leurs salariés ?

Pierre-Emmanuel Chevalier, Gowling WLG : C'est un mélange de deux et cela dépend un peu des équipes de management. Il y en a qui depuis le début des processus (dès les opérations primaires) veulent garder le contrôle de la société notamment pour être certain de conserver une certaine liberté dans le développement de leur groupe. Dans d'autres opérations, la structure de l'actionariat, le montant du cash out éventuel et/ou le niveau de valorisation ne le permettent juste pas. De façon générale et idéalement, les dirigeants cherchent un partenaire pour les accompagner dans leur développement sans prendre le contrôle mais ce n'est pas toujours possible. Nous avons aussi remarqué que les dirigeants sont très sélectifs dans leur choix de leurs parte-

naires financiers quant à leur connaissance sectoriel ou géographique et ce, toujours dans le souci d'avoir le bon investisseur au bon moment c'est-à-dire en phase avec le développement de leur groupe. Bien évidemment, le fait de garder le contrôle est perçu souvent comme un élément positif et les dirigeants communiquent volontiers sur cela avec leurs salariés.

Xavier Leloup, Magazine des Affaires : On a l'impression que les dirigeants se désintéressent moins de la communication qu'il y a quelques années sur les deals LBO.

Martin Naquet-Radiguet, PwC : Je crois que le contrôle par le management a toujours existé. Cela fait des années que Ceva par exemple est dans cette logique, avec Philippe du Mesnil puis Marc Prikazsky. Je ne vois pas ça

forcément comme une tendance, mais plutôt comme des types de situations spécifiques. Ce qui peut se présenter plus fréquemment c'est qu'à travers la succession de LBO réussis, le management s'est relué et prend un poids beaucoup plus important. Et donc, effectivement, les équilibres évoluent.

Xavier Leloup, Magazine des Affaires : C'est peut-être ce qui s'est passé avec Ceva d'ailleurs...

Martin Naquet-Radiguet, PwC : C'est exactement ce qui s'est passé avec Ceva bien sûr. En dehors de contextes comme celui-ci, je ne crois pas qu'il y ait une tendance.

Stéphane Hutten, Hogan Lovells : Il me semble qu'il y a aussi une familiarité des fondateurs avec les instruments. Il y a quelques années, quand



on expliquait toutes les subtilités des actions qui permettaient d'avoir ces schémas où ils gardaient le contrôle alors que le fonds, ou autre, avait des droits économiques plus importants, il y avait une défiance des fondateurs que l'on ne rencontre plus aujourd'hui. Les fondateurs sont demandeurs de ce type d'instruments, ils ont compris qu'on pouvait faire des tours réussis et se reluer, ce qui est un peu magique. Du coup, côté fondateurs, tout le monde maîtrise bien les instruments et sait que l'on peut dissocier pouvoir/contrôle sur la gouvernance et droit économique de manière assez maline. Et côté fonds, sur des processus qui sont très compétitifs, c'est devenu un atout : c'est un moyen d'être un peu malin et plus manoeuvrant dans les process que de dire "je structure mon investissement de telle manière que je vous laisse le contrôle". Et cela vaut très cher.

Olivier Meline, European Capital: Là-dessus je distinguerais deux grandes catégories... Le private equity, on le sait tous, ce n'est pas seulement une manière de financer les entreprises et les transmissions, c'est aussi vraiment une classe d'actifs qui a un pouvoir transformant sur les entreprises. Donc il y a une première catégorie de managers qui ont su prouver qu'ils avaient cette

capacité à adopter un projet et à l'exécuter convenablement et à transformer une société avec l'accompagnement

“Côté fondateurs, tout le monde maîtrise bien les instruments et sait que l'on peut dissocier pouvoir/contrôle sur la gouvernance et les droits économiques”

Stéphane Hutten

d'un fonds. Ces managers-là, après l'avoir fait une fois, deux fois, éventuellement une troisième fois avec succès, ils ont toute la confiance d'un certain écosystème. Et ils ont appris, et ils sont doués, donc ils peuvent faire cela de manière plus autonome. Nous, ces managers-là, on est ravis de les accompagner, et on se borne à cette catégorie-là de sponsorless. Un exemple dans mon portefeuille aujourd'hui c'est la société Unipex, qu'on avait accompagnée une première fois avec Ardian, une deuxième fois avec Icare.

Olivier Bénureau, Magazine des Affaires : Pouvez-vous nous rappeler le secteur d'activité d'Unipex ?

Olivier Meline, European Capital: C'est un distributeur de principes actifs utilisés par l'industrie chimique, pharmaceutique, cosmétique, etc. Donc, le management a voulu reprendre une principale division à l'occasion de la sortie d'Icare, et c'est une équipe qu'on avait vue à l'épreuve du feu et qu'on était prêts à accompagner sur une opération de type sponsorless, donc où le management devient contrôlant. Ça c'est une première catégorie. Il y a une deuxième catégorie, ce sont les managers plus fondateurs peut-être, qui veulent faire une opération de type "transmission" mais en gardant le contrôle. Ça, ce sont des choses qui étaient peut-être moins possibles il y a une dizaine d'années – et c'est là qu'on rentre peut-être dans le cadre d'une tendance aujourd'hui. Ici c'est le financeur qui parle : on voit bien que dans l'écosystème du financement, il y a une typologie de fonds qui a vu son produit naturel perdre un peu de parts de marché face à d'autres. C'est la mezzanine. Donc on a quelques fonds qui sont devenus spécialisés dans le financement d'opérations sponsorless, même en primaire. Et ça adresse les besoins de cette deuxième classe de managers qui, peut-être, ne pouvaient pas imaginer faire ce type d'opérations il y a quelques années. Là, on en a vu. Je ne sais pas si c'est une tendance lourde, mais au moins il y a une offre pour adresser les besoins de ce type d'opérations.

Olivier Bénureau, Magazine des Affaires : Justement vous faites une bonne transition sur le métier des fonds qui consistent à aider à la transformation d'une entreprise. Le contexte économique s'améliore mais la croissance reste assez plate. Quels sont les leviers de création de valeur en 2017 ? Encore et toujours le build-up ?



Stéphane Hutten

- Stéphane Hutten est associé au sein du département Corporate du bureau parisien d'Hogan Lovells
- Il est spécialisé en fusions et acquisitions sur des sociétés cotées et non cotées ainsi qu'en opérations de Private Equity.
- Figure parmi les "40 under 40" Rising Stars sélectionnés par Financial News et les "50 valeurs montantes du barreau des affaires" choisies par le Magazine des Affaires et dans la plupart des classements.
- Il est intervenu sur une vingtaine de transactions en 2016 et un nombre à peu près équivalent en 2015, aux côtés de divers fonds notamment de Cathay, IDI, Activa, Chequers, Moringa (Rothschild), Edrip ou aux côtés de fondateurs/managers, sur les opérations suivantes: Servair, Octime, Newton, Newen, HR-Path, SeaOwl, TDF, Thermocoax, Findis, Egidium, Davéo, Laude, Latécoère Services, Coriolis, Riverbank, Umanlife ainsi que plusieurs opérations industrielles dont l'OPA récente sur Maurel et Prom.

Martin Naquet-Radiguet, PwC : C'est sûr que le buy-and-build c'est, aujourd'hui encore plus qu'hier, une façon d'accélérer la croissance et de créer de la valeur. Dans le mid et le large cap, c'est monnaie courante. Je ne crois pas qu'il y ait un seul LBO dans ce segment sur lequel nous soyons intervenus où nous n'avons pas accompagné la société sur des opérations de build-up. Et on est plutôt sur un rythme d'une acquisition par an au moins, essentiellement à l'international d'ailleurs. C'est quand même souvent plus simple, plus rapide et plus efficace de pénétrer un nouveau marché en acquérant une plate-forme plutôt qu'en greenfield. On rejoint là une des questions que l'on évoquait précédemment, c'est-à-dire qu'au-delà de trouver une cible à acquérir, il faut ensuite pouvoir l'intégrer. Il faut donc

que le management ait les moyens et la capacité de réussir l'intégration. En augmentant son empreinte internationale, en accompagnant la société dans la recherche de relais de croissance, en l'aidant à accéder à de nouveaux territoires, le sponsor private equity joue pleinement son rôle de moteur de la transformation de l'ETI.

Ce n'est pas simple quand même, une opération de croissance externe dans un pays étranger ! Évidemment, plus la société est de taille modeste, plus c'est compliqué, surtout si elle ne l'a jamais fait. Et donc être accompagné par un professionnel comme un actionnaire financier, c'est quelque chose qui a énormément de valeur. Cela fait partie des fondamentaux du LBO.

Xavier Leloup, Magazine des Affaires : Oui d'autant que l'on fait

une acquisition dans une zone, ça peut être l'Italie, le Brésil, et puis on s'aperçoit que la comptabilité qui a été transmise au moment de l'opération, dans les faits, elle est différente. Et parfois il y a des découvertes de double comptabilité, de choses qui n'avaient pas été présentées...

Martin Naquet-Radiguet, PwC : Quand on est sur des terrains inconnus, un peu exotiques, c'est vrai qu'il y a ces risques-là. Mais c'est bien intégré aujourd'hui, c'est pris en compte par les fonds et leurs participations. C'est ainsi que nous intervenons très régulièrement sur des opérations de build-up à l'étranger de taille relativement modeste : dans un contexte plus risqué, l'acquéreur souhaite s'entourer de professionnels expérimentés, familiers des spécificités locales, même pour des



cibles petites. Même si on n'est jamais totalement à l'abri de mauvaises surprises, on peut ainsi largement circonscrire les risques.

Olivier Bénureau : C'est comme dans un mariage...

Martin Naquet-Radiguet, PwC : Oui, c'est comme dans un mariage... (Rires) Mais si les due diligences ont été bien faites, on a quand même une bonne idée de ce à quoi ressemble le ou la fiancé(e).

Stéphane Hutten, Hogan Lovells : Il y a tous les folklores locaux. C'est vrai qu'une des tendances sur le build-up est que, maintenant, les PME ne sont plus du tout timides quand il s'agit d'aller à l'étranger. Je trouve cela impressionnant de voir des PME de taille modeste qui font des deals à travers l'Europe. Et, effectivement, si on applique stricto sensu les habitudes que l'on a sur un deal français quand on va d'autres pays, cela soulève des difficultés. Les surprises les plus "amusantes" sont sur les packages, la comptabilité, même si dans le domaine juridique, il y a un peu de folklore aussi... Il faut prévoir du temps pour ces opérations : les délais d'exécution ne sont pas le même car il y a un temps de familiarisation.

Olivier Bénureau, Magazine des Affaires : C'est quoi "le folklore", d'un point de vue juridique ?

Stéphane Hutten, Hogan Lovells : Ça peut être toutes les règles de gouvernance qui ne sont pas les mêmes. Par

“Le private equity, ce n'est pas seulement une manière de financer les entreprises et les transmissions, c'est aussi une gouvernance qui a un pouvoir transformant sur les entreprises”

Olivier Meline

exemple, parmi les erreurs que l'on voit souvent, il y a la tendance à dupliquer les structures de gouvernance françaises sur des structures étrangères. Or, on découvre parfois ensuite, lorsque l'on rentre dans le détail, que le pouvoir d'un administrateur dans le pays étranger en question est le même que celui d'un Directeur Général en France. On prend conscience également que les

schémas de responsabilités – sur des sujets un peu substantiels, pénaux ou autres – sont différents. D'un autre point de vue, on découvre aussi que les règles de comptabilité à l'avancement doivent inciter à encore plus de prudence qu'en France, qu'on peut quasiment refaire la comptabilité... Donc on doit avoir des garanties spécifiques sur les états d'avancement, sur tous ces types de choses... Après cela fait partie du fun de ces dossiers-là, sinon il faut rester au pays du fromage. (Rires)

Xavier Leloup, Magazine des Affaires : Dans la phase d'intégration on parlait des systèmes d'informations, des logiciels... Est-ce qu'il y a des deals qui capotent à cause de la non-compatibilité ou de l'adoption de système informatique qui peuvent être très coûteux ?

Stéphane Hutten, Hogan Lovells : Je l'ai plus vu sur des gros corporates, qui parfois achètent certains actifs et qui ont l'intention de plugger un actif dans un groupe. Cela peut se voir dans le domaine de l'assurance notamment. Cela devient vraiment des gros sujets. Tout ce qui concerne les codes open source et autres problématiques touchant à la propriété des logiciels, quand vous achetez des SS2i ou des start-up... Ce sont devenus des points très techniques et ce ne sont



Olivier Meline

➤ Olivier Meline est Directeur au sein de l'équipe parisienne d'European Capital, qu'il a rejoint l'année de son lancement, après avoir démarré sa carrière chez Ernst & Young. Depuis 2005, il a contribué à une vingtaine d'opérations, principalement des financements unitranche et mezzanine, et ce en France, en Allemagne, en Chine et aux Etats-Unis. Il a également piloté, entre 2010 et 2012, plusieurs initiatives de l'AFIC sur la promotion du capital investissement et le financement de l'économie.

➤ European Capital est un spécialiste paneuropéen de la dette privée, arrangeur de financements unitranche et mezzanine pour des opérations de capital transmission small-cap et mid-cap. Depuis 2005, l'équipe de 13 investisseurs basés à Paris et à Londres a investi 1.9 Md€ dans 60 arrangements unitranche ou mezzanine. L'équipe gère aujourd'hui un portefeuille de 27 investissements.

➤ Pionnière de la dette privée européenne, European Capital a arrangé le tout premier financement unitranche d'un LBO en Europe en 2007 (Delsey), et a figuré en 2016 parmi les cinq institutions les plus actives en France sur le segment de la dette privée.

pas nécessairement des sujets auxquels la même attention est portée quand vous passez les frontières. En Italie par exemple, nous avons été confrontés à une situation où des sociétés, qui font des logiciels, les ont très mal protégés : les vendeurs n'avaient pas la culture de ces sujets, n'étaient pas conseillés et vendaient en réalité un actif qu'ils ne détenaient pas.

Frédéric Mimoun, Omnes Capital : C'est vrai aussi dans les carve out ! Quand on achète une entreprise intégrée dans un grand groupe, les fonctions et prestations support, notamment informatiques (pas seulement équipement mais software) sont logées au niveau de la maison-mère. Une due diligence IT n'est pas un nice to have, mais un must have ! Cette ana-

lyse pré-closing s'accompagne également de missions transverses pouvant être confiées à des managers de transition qui vont aider l'équipe en place à parfaire la transition tout en s'occupant du quotidien. Chez Omnes, nous avons l'habitude de traiter les problématiques, notamment du digital, appliquées aux secteurs traditionnels. Lors de notre investissement (en capital développement) dans Batiweb, réalisé au côté du dirigeant, Nicolas Ricart majoritaire au capital, nous avons eu l'occasion de tester et de mettre en place un diagnostic sur l'architecture du système d'information, vital dans ce métier. Nous nous sommes ainsi assurés, en partenariat avec le management, de la souplesse du système, de son efficacité et de sa dynamique, au gré des futures acquisitions. Batiweb

est une plateforme digitale d'intermédiation entre les professionnels de la rénovation et les particuliers.

Xavier Leloup, Magazine des Affaires : J'aimerais revenir sur le deal flow et les secteurs recherchés. On parlait de Buffalo Grill et on a beaucoup dit, ces dernières années, que la distribution était un peu un secteur à risques, difficile, dans lequel il y avait pas mal de dossiers. Là, chez Ardian, vous avez fait un gros deal dans une entreprise qu'on ne connaissait pas avec Olivier, entreprise à mi-chemin entre grande distribution et marché couvert. Là c'est de l'économie présente. Là ce n'est pas de la vente par Internet. Là, au contraire, on est dans le concret. Qu'est-ce qui fait que l'on peut encore faire d'énormes

opérations dans ces secteurs-là ? Il s'agit de la société Grand Frais.

Mathieu Antonini, Ardian : Nous, d'abord, le food est l'un de nos six secteurs d'expertise. Parce que, si on respecte certaines conditions, il a l'énorme avantage de répondre, en fin de chaîne, à un besoin primaire.

Xavier Leloup, Magazine des Affaires : Pour l'instant on a encore besoin de manger !

Mathieu Antonini, Ardian : Oui, on mange trois fois par jour et, crise ou pas crise, il faut toujours manger trois fois par jour. Et donc, cela procure une assez forte résilience dans la chaîne de valeur. Ça, c'est le premier point. Et le deuxième point, spécifiquement sur ce cas-là, on est sur un projet où, en fait, on transforme la distribution de ce type de produit, ce qui permet de générer une très forte croissance.

Xavier Leloup, Magazine des Affaires : Comment on la transforme ?

Mathieu Antonini, Ardian : On la transforme, tout simplement parce que, quand on regarde dans les différents modèles de distribution, il y a ce qu'on appelle des category-killer. Ce sont des sociétés qui, quand vous prenez leur business model, ont un élément très différenciant sur chacune de leurs étapes, un élément très compliqué à dupliquer et pas si simple que cela à maîtriser de manière opérationnelle. Et quand vous maîtrisez à la perfection tous ces leviers opérationnels en même temps, vous avez des sociétés qui ont des croissances incroyables. Quand vous prenez Zara. Zara, honnêtement, quand vous regardez au début, vous vous dites : "ça n'est quand même pas si compliqué que cela à faire". Sauf que Zara, personne d'autre n'arrive à le faire. Zara, cela fait 30 ans qu'ils sont comme ça. C'est un category-killer. Vous prenez Primark, vous prenez Action : c'est pareil.

Patrick Teboul, Mayer Brown : Mathieu a tout dit, mais effectivement c'est très confidentiel. J'ai eu l'occasion de négocier avec les banques des clauses de confidentialité relativement atypiques pour Grand Frais par exemple.

“Nous commençons à voir de l'unitranche sur le small-cap effectivement mais sur le haut du segment, tout en restant sur des valorisations relativement modestes”

Pierre-Emmanuel Chevalier

Mathieu Antonini, Ardian : On ne souhaite pas pour des raisons quand même assez évidentes. C'est un secteur très compétitif. C'est un gros secteur : la distribution alimentaire en France c'est 100 milliards d'euros à peu près. Avec des très gros acteurs, Carrefour, Intermarché... pour qui objectivement, en France, ce n'est quand même pas la fête. Ils voient pourtant dans leur secteur des gens qui se développent très bien, que ça soit dans l'internet, que ça soit Grand Frais... Il y en a quelques-uns qui arrivent à très bien se développer.

Olivier Bénureau, Magazine des Affaires : Pour réussir une stratégie de build up ou de roll out il y a un enjeu humain... Parce que c'est vrai que, intégrer, ça n'est pas simple. Vous arrive-t-il de faire appel à des managers de transition dans des phases très particulières ?

Mathieu Antonini, Ardian : Cela peut être une option notamment quand il faut muscler une équipe de direction

avec un directeur marketing, un DAF, un DRH...

Olivier Bénureau, Magazine des Affaires : C'est assez classique, non ?

Frédéric Mimoun, Omnes Capital : En effet, les 100 premiers jours après le closing sont les plus importants ! Ils permettent de prendre la température au sein de l'entreprise et d'accompagner le dirigeant de façon très présente, alors qu'il est souvent seul dans ses réflexions et ses prises de décisions. Il faut ensuite structurer la société en lui apportant les ressources nécessaires clés (directeur marketing, directeur financier ou encore directeur des ressources humaines) qui contribueront à favoriser le sourcing, le monitoring et surtout l'intégration des savoir-faire et des ressources nouvelles issues des croissances externes. L'une de nos récentes cessions chez Omnes est celle de SIMP en 2016 (près de 5x la mise). La croissance a été portée par un développement commercial à l'export parfaitement maîtrisé et la constitution d'une direction financière, absente lors de notre entrée au capital en 2012.

Olivier Bénureau, Magazine des Affaires : On n'en voit pas beaucoup...

Frédéric Mimoun, Omnes Capital : Chez Omnes, un deal sur trois ou sur quatre est un MBI. Le dernier en date étant l'opération de capital-transmission sur Ducatillon, enseigne leader en France VAD/VPCiste (Vente à distance) et digitale d'articles de pêche et de chasse. La phase de Due Diligence était primordiale pour « convertir » dans la durée le repreneur à la culture de l'entreprise ; l'opération reposait sur la transmission de l'entreprise par un dirigeant cédant toujours présent au capital - pour préserver un alignement d'intérêts entre actionnaires - avec un accompagnement opérationnel rémunéré pendant 2/3 ans. Certains de nos confrères boudent ce type d'opérations, les jugeant trop risquées ou aléatoires. Chez Omnes, nous nous sommes spé-



Pierre-Emmanuel Chevalier

- Managing partner du cabinet **Gowling WLG**
- Intervient tant en Private Equity qu'en M&A. Pierre-Emmanuel conseille notamment des fonds d'investissement français ou étrangers ainsi que des groupes industriels dans le cadre de cessions et acquisitions dans différents secteurs. De plus, Pierre-Emmanuel conseille des groupes internationaux dans leurs processus d'acquisitions, de partenariats ou de fusions.
- Il est notamment intervenu dans le cadre de la prise de participations de TA Associates au sein du groupe Babilou.
- Gowling WLG (anciennement Wragge Lawrence Graham & Co) est un cabinet d'avocats d'affaires international proposant une gamme complète de services à des clients du monde entier. 1 400 professionnels concourent à cette offre. À Paris, le bureau réunit plus de 40 avocats pour une offre sur mesure dans de nombreux domaines d'expertise.

cialisés sur ces opérations dites primaires souvent plus complexes. (cf. les investissements dans Ducatillon ou SIMP avec près de 5x la mise en 4 ans). Olivier Bénureau, Magazine des Affaires : Donc le premier levier, c'est d'abord l'humain ?

Frédéric Mimoun, Omnes Capital : Absolument. D'un point de vue pragmatique, nous refusons souvent une opération si le dirigeant est médiocre quand bien même la société serait financièrement un très bel actif. Nous privilégions vraiment le professionnalisme des équipes et le potentiel de développement.

Mathieu Antonini, Ardian : C'est du small cap. (Rires) J'ai commencé dans le small cap. Notre premier fonds faisait 90 millions d'euros et on voit très

bien que, quand on monte en termes de taille d'entreprise, on l'a vu dans nos analyses, quand on fait du small cap, le secteur honnêtement on s'en fiche, on ne voit que le bonhomme, parce que le risque du small cap c'est à 200 % dépendant du patron, du chef entreprise...

Xavier Leloup, Magazine des Affaires : Ce qui est risqué !

Mathieu Antonini, Ardian : Oui, honnêtement c'est très risqué.

Xavier Leloup, Magazine des Affaires : S'il tombe de cheval ou de scooter, ou à skis...

Mathieu Antonini, Ardian : Et plus vous montez en termes de taille d'entreprise, plus vous regardez vos mar-

chés sous-jacents parce que c'est très difficile de complètement s'extraire de la macro. Une entreprise qui fait 15 millions d'euros de chiffre d'affaires sur un marché de 500 millions ou d'un milliard, si le gars est très bon, elle peut faire du 20 % par an. Une entreprise qui fait 500 millions de chiffre d'affaire sur un marché mondial de deux milliards, même si les gars sont très bons, ils ne feront jamais 20 % par an. Ils sont toujours liés à leur macro, et ils vont être plus ou moins bons par rapport à la macro... Plus on monte en termes de taille de société, plus on regarde les marchés sous-jacents. Et nous d'ailleurs, historiquement, quand on avait notre fonds de 90 millions d'euros, on n'avait pas de secteur d'expertise. Aujourd'hui pourquoi a-t-on développé des secteurs d'expertise ? Parce qu'on se rend bien compte que, dans

les différents critères d'investissement, il y a une première partie qui est le secteur, ce qui existait très peu il y a 20 ans, le secteur, plus la dynamique du marché sous-jacent, plus la manière dont se positionne la société sur cette dynamique. Pour les sociétés d'une certaine taille, c'est déjà plus souvent une équipe. Cela étant dit, le CEO reste toujours extrêmement important. Nous, on ne fait pas de buy-in, c'est trop risqué.

Xavier Leloup, Magazine des Affaires : Et où en est-on sur le partage de la valeur ? Chez Ardian vous étiez le plus avant-gardiste sur le fait, quand c'est possible, de redistribuer une partie du gain réalisé sur la société auprès des salariés.

Mathieu Antonini, Ardian : Absolument.

Xavier Leloup, Magazine des Affaires : Est-ce qu'il y a eu progression au cours des années ? Est-ce que vous avez le sentiment d'avoir été suivis par d'autres fonds ? C'est peut-être un élément distinctif au moment de la négociation de départ ? Le cadre fiscal s'est-il un peu amélioré sur ce point ?

Mathieu Antonini, Ardian : Je ne crois pas que ce soit un élément distinctif au moment de la négociation de l'opération. Mais chez Ardian, cela fait partie de notre ADN de dire qu'on est dans un métier qui, historiquement, était de l'artisanat et qui, aujourd'hui, est devenu une industrie. Le projet d'Ardian c'est de devenir leader de cette industrie, et donc c'est aussi de montrer l'exemple et de dire qu'il y a des bonnes pratiques. On a été les premiers en termes d'ESG, de partage de la création de valeurs. Historiquement on faisait partie d'un écosystème LOVO création c'est quand même de plus en plus "faire partie d'un système". On parlait tout à l'heure des managers, des Ceva, de Fives, c'est une nouvelle forme de capitalisme familial, qui

n'existait pas il y a 20 ans. C'est quoi, en fait ? Ce sont des individus qui, au départ, sont des salariés. Monsieur du Mesnil et Monsieur Prikazsky et Frédéric Chancel sont de purs salariés à l'origine. Ce ne sont pas des fondateurs.

“Si on regarde les transactions dont le financement entre dans la catégorie des financements structurés, on constate que le niveau des marges est resté relativement constant au cours des deux dernières années”

Patrick Teboul

Les fondateurs, les boîtes familiales, ça a toujours existé. Alors que ces gens-là qui finalement sont de très bons managers, deviennent des entrepreneurs et des actionnaires, ce qui n'existait pas il y a 20 ans. C'est une nouvelle forme de capitalisme qui apparaît, comme un effet latéral du passage de l'artisanat dans les années 90 à de l'industrie aujourd'hui. Et pourquoi ? Parce que ce sont des individus de très grande qualité, et à chaque point, ils ont réinvesti et au bout d'un moment ils ont été majoritaires et ils ont eu la légitimité de structurer le bilan de leur société un peu comme ils le souhaitaient. Et cela, ça participe au fait que l'on est dans de l'industrie de plus en plus visible, qui est une classe d'actifs... Quand on regarde historiquement les rendements à 5, 10 ans, 20 ans, c'est la meilleure classe d'actifs. Ce qui se passe, c'est très simple, le taux d'allocation au private equity des grands investisseurs dans le monde, augmente structurellement. C'est clair, net et précis. Et

cela ne va pas changer. Donc il y a de plus en plus d'argent qui vient dans ces classes d'actifs, de manière structurelle, parce que les rendements sont meilleurs. C'est quelque chose qui va devenir de plus en plus gros et nous y sommes extrêmement attentifs. C'est aussi une société de services financiers et on sait très bien que, dans une société de services financiers, le premier actif c'est la confiance dans la marque. Si vous n'avez plus confiance dans une marque... c'est ce qui est arrivé pour Fortis, c'était quand même la deuxième ou troisième banque belge, et elle est tombée en 48 heures. En 48 heures, liquidée ! Et pourquoi ? Parce que les gens n'avaient plus confiance. C'est une industrie, et le fait d'avoir de très bonnes pratiques par rapport à tout l'environnement est extrêmement important. Donc, dans ce cadre-là, partager un projet qui réussit : oui, c'est un investisseur de référence qui accompagne ; oui, c'est une équipe de management qui est de très bon niveau, très engagée, qui délivre et oui, ce sont aussi des salariés qui travaillent dans le projet.

Frédéric Mimoun, Omnes Capital : Les dirigeants sont de plus en plus professionnels avec une réelle connaissance de la pratique juridique et financière d'un LBO. Ils s'intéressent aussi à l'humain, aux comportements de leurs futurs associés au sein des fonds. Un LBO peut se comparer à un mariage... un mariage à durée déterminée ! Dans les moments difficiles, avoir choisi les bons partenaires devient primordial. Les dirigeants sont de plus en plus sensibles à la valeur ajoutée que pourra leur apporter l'investisseur financier au-delà du simple financement. Ils sont très attentifs à la qualité humaine et à la réputation des investisseurs qu'ils accueillent à leur capital. C'est une histoire de confiance mutuelle. Chez Omnes, j'ai pu remarquer que la notoriété de notre société de gestion et notre expérience auprès des entrepreneurs s'est souvent révélée un atout dans des appels d'offres.



Patrick Teboul

➤ Patrick Teboul est associé dans les départements Banking & Finance et Real Estate du bureau parisien de Mayer Brown. Il intervient dans le cadre de la mise en place de financement structuré principalement pour les fonds ou société emprunteuses à l'occasion de la mise en place de dettes dans le cadre de financement à effet de levier ou corporate (unitranche, all senior, senior/mezzanine et super-senior RCF dans le cadre d'émission d'obligation High Yield). Patrick intervient également dans le cadre de la mise en place de financement distressed ainsi que sur des opérations de restructuration financière.

➤ Patrick Teboul représente régulièrement de nombreux fonds d'investissement, tels Eurazeo, Bridgepoint, LBO France, Activa Capital et Alpha Private Equity. Il est intervenu récemment dans la mise en place du financement dans le cadre des opérations Feu Vert et Elis.

Mathieu Antonini, Ardian : C'est ce que je disais... On a un marché aujourd'hui où il y a énormément de fly to quality. Il y a énormément de liquidités à tous les étages. Dans l'equity tout le monde lève de l'argent. Il faut vraiment être très mauvais pour ne pas lever de l'argent. (Rires). J'avais fait une levée de fonds en 2012-2013, quand il y avait des énormes turbulences sur la fiscalité française. Je pense qu'être 100 % franco-français, là, c'est se mettre des challenges. Par contre, en 2015, on pensait que ça allait être la meilleure année. En fait 2016 a été encore meilleure, et 2017 est pour l'instant encore meilleure. Tous les fonds qui ont une exposition Europe lèvent aujourd'hui ; les fonds américains, pareil... Tous les records sont en train d'être battus. Au niveau de l'equity, il y a énormément de fonds. Au niveau du financement, tous les mois il y a de nouveaux fonds de crédit qui arrivent. Les émissions de

CLO-CDO, pareil, elles sont reparties et les banques sont vraiment de retour. En fait, il y a énormément d'argent et il y a vraiment un fly to quality – et, vraiment, les très beaux projets valent très chers. Et surtout les équipes de management sont en position de choisir leurs partenaires. Pour les meilleurs projets, la réalité est que très souvent les managers, notamment en France, ont une très forte légitimité et donc régulièrement disent : "Vous voulez faire une évolution du capital et c'est très bien parce que on est arrivés au bout de notre projet, il faut donc un nouveau projet et un nouveau partenaire. On a une espèce d'accord sur le prix et les conditions et après c'est toujours moi qui choisis mon nouveau partenaire." Pour nous c'est extrêmement important. Et c'est sans doute pour ça que, en France, 80 % de nos deals sont soit en gré à gré soit en préemptif parce qu'on est extrêmement attentifs

à notre comportement.

Xavier Leloup, Magazine des Affaires : Et est-ce que ça ne va pas aider à son tour le dirigeant qui aura ses arguments d'images ou de perception – à revendre ce projet à ses propres salariés ?

Mathieu Antonini, Ardian : Evidemment.

Fabrice Scheer, UBS Wealth Management : C'est comme une équipe de foot ou de rugby. Même en large cap, cela reste des gros outils. Au niveau de la chaîne de commandement et du relais, les gens sont sensibles à ce qui se passe aujourd'hui dans le capital de leur entreprise, depuis le salarié lambda jusqu'à l'état-major. Donc il y a un effort très important de communication du dirigeant, parce qu'il sait que derrière, après, il y a un challenge. Il va



mettre sa stratégie en place. Donc il y a sa stratégie "secteur". Et puis après, il y a le fait que les gens doivent être tous motivés et mobilisés.

Olivier Bénureau, Magazine des Affaires : Oui. Et même vis-à-vis des syndicats. Quand un fonds est acquéreur, ils savent que les emplois vont être préservés. Les mentalités évoluent.

Frédéric Mimoun, Omnes Capital : La classe d'actifs a quand même bien passé l'épreuve de la crise en termes de prise de responsabilités, globalement. Il n'y a pas eu que des bonnes opérations financières, mais il y a eu une prise de conscience sociétale.

Martin Naquet-Radiguet, PwC : Mathieu vous aviez été des pionniers en ESG... Mais je pense que les premières années, les gens disaient que l'ESG était soit un gadget soit un alibi pour les gens du private equity... Tout ce qui s'est passé ces dernières années a montré le contraire. C'était certainement important pour faire évoluer l'image, mais pas seulement pour cela... Je pense aussi que c'est parce que l'ESG est un levier de création de valeur.

Xavier Leloup, Mda : Les dirigeants eux-mêmes ont progressé dans leur

communication. C'est par exemple le cas pour Jean-Luc Guéry, le dirigeant d'Optimum, qui est sous LBO depuis plusieurs années (en l'occurrence, aujourd'hui le fonds Azulis). Un nouveau tour de table a été fait et il y avait toute une grille de bonnes pratiques en ESG. Et à cette occasion-là, Jean-Luc Guéry a mené une étude en interne. Il a interrogé ses salariés sur l'entreprise et il s'est aperçu qu'en fait les salariés ne comprenaient pas du tout ce qu'il leur expliquait depuis 10 ans, que cela ne marchait pas, qu'ils ne savaient pas qu'ils étaient sous LBO alors qu'il leur avait expliqué plusieurs fois... (Rires) Il s'est dit : "Bon, d'accord, il faut tout refaire. C'est une vraie opportunité parce que j'ai ouvert les yeux sur les failles de ma communication interne". Et lui, Jean-Luc Guéry, ça lui a vraiment apporté quelque chose. La communication descend donc toute la chaîne : elle part des fonds pour arriver jusqu'aux salariés.

Fabrice Scheer, UBS Wealth Management : Et pour aller plus loin... Aujourd'hui les dirigeants d'entreprise et l'actionariat se rendent bien compte qu'il faut investir sur l'humain. Il y a une prise de conscience capitalistique sur le fait qu'il faut faire attention,

que les entreprises reposent sur des hommes, que le coté partage, et sur le fait que développement humain dans les entreprises (partage de la création de valeur) est important. On en est aux prémices, peut-être, mais quand on voit aujourd'hui que Porsche communique de façon exponentielle sur l'attribution d'une prime versée. Jamais le CAC 40 ne communique sur cet aspect-là, ce qui est une erreur de leur part. Je pense ce que le private equity effectivement amène, c'est un actionariat ultra-sensible, très proche de la gouvernance. Et parce que "société plus petite", il faut aller dans la transformation, il faut mettre les mains dans le moteur.

Mathieu Antonini, Ardian : La grande force du private equity, c'est que c'est le meilleur modèle de gouvernance. Et cela va rester quel que soit le cycle. Dans les sociétés cotées, notamment en France, les conseils d'administration n'ont aucun contre-pouvoir alors que les CEO n'ont pas le moindre euro dans leur entreprise. Donc, pour eux, ça n'est que de l'upside – et ils n'ont aucun contre-pouvoir. D'ailleurs, quand même, il y a de grosses sociétés cotées qui sont allées dans le mur. Les gars, on les a laissés aller dans le mur. Les conseils d'administration ne servent à rien globalement.



Fabrice Scheer, UBS Wealth Management : D'ailleurs tout cela ne concerne pas que la France...

Mathieu Antonini, Ardian : Oui mais en France c'est quand même particulièrement prégnant. Avec les sociétés familiales, il y a quand même pas mal de décisions stratégiques qui se prennent le dimanche, pour des raisons pas forcément rationnelles... Alors que le modèle du private equity, c'est quoi ? Finalement c'est : on a un projet qui va durer 4-5 ans. On a des ressources pour le mettre en œuvre. On a un management très professionnalisé, et on a un actionnaire très professionnel.

Martin Naquet-Radiguet, PwC : Pour un mariage à durée déterminée.

Mathieu Antonini, Ardian : On est là pour faire le projet à 4-5 ans. Et si ça marche : super. Et si ça ne marche pas, à un moment il y a un actionnaire de référence qui a des droits et des devoirs et, parmi ses droits, il y a celui de changer le management.

Martin Naquet-Radiguet, PwC : C'est se donner les moyens que ça marche.

Mathieu Antonini, Ardian : Exactement. Et c'est – malheureusement ou

heureusement, mais factuellement – les systèmes de : "Je suis polytechnicien, tu es polytechnicien... On ne va pas se faire ça entre camarades"... ça ne marche pas. Chez nous, on a très peu de polytechniciens mais on en a quand même deux et qui sont au plus haut niveau... mais "virer" un polytechnicien cela ne leur a jamais posé de problème. Alors que dans le CAC 40, ça ne se fait pas.

Xavier Leloup, Magazine des Affaires : C'est une nouvelle forme de capitalisme et d'ascenseur social, avec le salarié qui devient actionnaire...

Mathieu Antonini, Ardian : C'est une nouvelle forme d'entrepreneuriat...

Fabrice Scheer, UBS Wealth Management : En France c'était inimaginable de pouvoir le faire il y a encore quelques années, mais le private equity a amené des gens à se construire un patrimoine d'un niveau qu'ils n'auraient jamais pu atteindre en étant au CAC 40, et encore moins en étant dans une entreprise familiale parce qu'elle partage très peu – et c'est la limite de sa capacité de croissance. Certes on est tous là pour défendre ce modèle parce qu'on y participe, mais aussi, avec un petit peu d'objectivité, je reste d'ac-

cord sur le fait que c'est le meilleur modèle de gouvernance aujourd'hui pour une entreprise, quelle que soit sa taille. C'est un modèle assez vertueux en termes d'équilibre.

Mathieu Antonini, Ardian : Et c'est un modèle très simple à comprendre.

Martin Naquet-Radiguet, PwC : Au-delà de la gouvernance vertueuse, il y a des situations où il y a une frange très large des salariés qui sont associés au LBO...

Xavier Leloup, Magazine des Affaires : C'est quoi ? C'est 50 en moyenne ?

Martin Naquet-Radiguet, PwC : Je pense à Sebia où la majorité des salariés ont investi dans les LBO successifs et se sont ainsi constitué un patrimoine. Cette association des salariés de la manière la plus large possible fait que quand le LBO performe bien ça aide à apprécier le modèle du private equity.

Fabrice Scheer, UBS Wealth Management : Mais le problème c'est qu'il faut qu'il y ait une fiscalité qui s'adapte. Et malheureusement la France a une fiscalité qui n'est pas encore assez adaptée.



Xavier Leloup, Magazine des Affaires : Oui, c'est ça... Il y a toujours ce train de la fiscalité.

Fabrice Scheer, UBS Wealth Management : Ils ont beau essayer de le changer...

Xavier Leloup, Magazine des Affaires : Alors on passe aux "questions mystère". Olivier va commencer tout de suite...

Question surprise :
Quelle est, selon vous, la plus grande opportunité pour le capital-investissement ?

Olivier Meline, European Capital : Les besoins d'investissement, l'abondance de l'épargne dans le monde, ou l'accroissement de la part des salariés associés aux résultats de l'entreprise ? L'abondance de l'épargne c'est une chose sur quoi on a largement disserté et qui est presque une donnée avec laquelle on va avoir la chance de vivre sur un long terme. Je pense que les analyses convergent là-dessus. Ce qui peut être moins intuitif ce sont les besoins en investissement. Je pense qu'il



y a un réservoir d'opportunités, de rabattage de cartes, de transformation. Il y a de nombreux leviers de création de valeur et, dans certains secteurs, des besoins de transformation sur des métiers traditionnels qui sont réels et urgents parfois, dans certains secteurs. Donc il y a un réservoir d'opportunités et de besoins de financement qui est colossal. On en parlait tout à l'heure à propos des small caps... Finalement le small cap est toujours un peu le dernier segment à profiter des innovations financières qui commencent en général dans le large. Et s'ils y viennent, c'est bien parce qu'il y a des choses qui n'étaient pas possibles avant et qui sont possibles aujourd'hui grâce à ces innovations. Donc il y a des besoins réels. Malheureusement comme c'est du small cap, c'est plus long et plus difficile de déployer ces montagnes de dry powder que l'épargne a besoin d'investir. Mais les besoins sont là.

Question surprise :
Quelle opération de capital-investissement a constitué votre baptême du feu ?

Pierre-Emmanuel Chevalier, Gowling WLG : Cela remonte à loin,



presque de l'archéologie... La première dont je me souviens, (ou qui m'a vraiment marqué) date d'il y a une quinzaine d'années : il s'agit du deuxième LBO sur Materis lors de la sortie de CVC, Carlyle et Advent. J'étais tout jeune collaborateur, c'était mon premier dossier de cette envergure et ma dernière data-room papier... Je me suis retrouvé chez des confrères au milieu de montagnes de documents. C'était ma première opération de capital-investissement, avant je faisais du venture, ça n'avait vraiment rien à voir. Ce fut une très belle opération d'ailleurs.

Xavier Leloup, Magazine des Affaires : Et la dernière data-room papier, quelle année ?

Pierre-Emmanuel Chevalier, Gowling WLG : La même, en 2003. Depuis les temps ont changé et nous ne faisons que de l'électronique.

Question surprise :
Quel est, selon vous, le plus grand risque pour le capital-investissement ?

Mathieu Antonini, Ardian : L'évolution de la fiscalité, la stagnation écono-



mique, la victoire de Jean-Luc Mélenchon aux élections présidentielles (Rires), ou la remontée des taux d'intérêt ? Le plus grand risque pour le capital-investissement français, c'est la victoire de Jean-Luc Mélenchon, c'est certain. Ce n'est pas uniquement un risque pour le capital-investissement, c'est un risque pour le pays. C'est un risque assez systémique. Maintenant, le plus grand risque pour le capital-investissement de manière générale... La fiscalité évolue partout. La stagnation économique, c'est une donnée... Une des conséquences de ce modèle de gouvernance qui est le plus efficace, c'est que c'est une classe d'actifs qui délivre encore aujourd'hui, entre 12 % et 16 % de rendement triple net. En Europe, et en particulier en France où le PIB varie entre 1 % et 1,7 % par an. Donc quand vous investissez dans des vrais boîtes, ce n'est pas du trading financier ou je ne sais pas quoi, le sous-jacent fait 1,3 % de croissance par an. Pourtant vous arrivez à faire du 19 %-20 % et donc 14 à 15 % triple net. Pourquoi ? Parce que vous allez chercher de la croissance. Quand on parle de "stratégie de build-up", de création de valeur, c'est juste que malheureusement ou heureusement, mais factuellement, on n'a pas le choix. Si

on veut continuer à développer cette classe d'actifs, si on veut survivre, on est obligé d'en passer par là. Honnêtement je ne crois pas que cela constitue un risque... mais je crois que Mélenchon, c'est un gros risque.

Question surprise :
Selon la dernière enquête menée par SWEN Capital Partners auprès de 150 sociétés de gestion européenne, 40 % d'entre elles communiquent sur la qualité ESG des actifs en phase de cession. Ce chiffre vous paraît-il important ou au contraire plutôt faible ?

Frédéric Mimoun, Omnes Capital : C'est un must have chez Omnes ! Il y a évidemment des actions transversales qui sont menées à ce niveau-là. 40 %, cela ne me choque pas. Certaines sociétés de gestion ont été précurseur en matière ESG. Omnes est aujourd'hui très actif au sein de ses équipes de gestion et auprès de ses participations. Des points ESG sont formalisés dans les

Ils ont dit

➤ **Martin Naquet-Radiguet, PwC**

"Dans le mid et le large cap, il n'y a pas un seul LBO sur lequel nous soyons intervenus où nous n'avons pas accompagné la société sur des opérations de build-up".

➤ **Pierre-Emmanuel Chevalier, Gowling WLG**

"Dans un LBO, le fait de garder le contrôle est perçu souvent comme un élément positif et les dirigeants communiquent volontiers sur cela auprès de leurs salariés".

➤ **Mathieu Antonin, Ardian**

"Plus vous montez en termes de taille d'entreprise, plus vous regardez vos marchés sous-jacents et plus il est difficile de s'extraire de la macroéconomie".

➤ **Olivier Meline, European Capital**

"L'unitranche, il faut le rappeler, c'est souvent un instrument in fine. On se retrouve donc dans des situations où l'on utilise moins la génération de cash de la société pour servir la dette".

➤ **Patrick Teboul, Mayer Brown**

"Le seul type de financement que l'unitrancheur ne peut pas proposer aujourd'hui, ce sont des lignes de BFR revolving qui doivent s'insérer dans la structure de financement via la mise en place de Super Senior RCF".



organes de gouvernance de nos participations et un suivi est réalisé. Avec le recul, c'est un réel facteur de création de valeur.

Mathieu Antonini, Ardian : Dans nos process de cession structurés, on fait des VDD ESG. Cela nous arrive régulièrement de vendre des sociétés où on est assez vite d'accord sur le prix. Et donc on fait aussi bien du gré à gré à la sortie qu'à l'entrée. Mais effectivement, à la sortie, quand on va à un process structuré et organisé, on fait du VDD ESG.

Frédéric Mimoun, Omnes Capital : Les VDD ESG je pense qu'on y viendra en small-cap.

Olivier Meline, European Capital : Nous avons initié chez European Capital une démarche ESG il y a quelques années déjà, d'abord à partir d'une sensibilité de l'équipe sur le fait qu'aucun acteur économique n'est exempt de prise de responsabilité sur des sujets aussi importants à long terme. Nous voyons aujourd'hui une multitude d'autres bénéficiaires – et l'écosystème les a désormais identifiés – à une telle démarche. Enfin, même si nous pensons

avoir été plutôt précurseurs parmi les fonds de dette, nous considérons le sujet comme incontournable aujourd'hui et valorisons les efforts des fonds que nous accompagnons.

Question surprise :
Selon certains professionnels, l'émission de dette obligataire sur le marché coté permet aux dirigeants d'une société sous LBO de se préparer à une introduction en bourse. Vrai ou faux ?

Martin Naquet-Radiguet, PwC : Je pense que ce n'est pas forcément l'objectif quand il y a une émission d'une dette obligataire. Mais, après, c'est certain qu'il y a un certain nombre d'obligations de filing et de reporting liées au marché du high yield qui font que oui, c'est plus simple d'entreprendre une IPO si on est déjà passé par une émission d'obligations cotées. Mais ce n'est pas une étape indispensable.

Question surprise :
Le débouclage d'un LBO constitue-t-il le moment de vérité pour tester de "la qualité de la relation" entre un dirigeant et son actionnaire de référence ?

Fabrice Scheer, UBS Wealth Management : Oui. Ce n'est pas le seul moment. C'est le moment où le dirigeant va vraiment défendre l'intérêt de son actionnaire... Il défend l'intérêt de l'actionnaire tout au long du process des 5 ans parce qu'il doit faire grandir la société, mais c'est l'intérêt de tout le monde. Et ils y sont attachés. Après, le moment de la sortie, c'est vraiment un sujet "actionnarial"... Au départ il y a un sujet actionnarial, et, eux, ils continuent le chemin. Bien sûr qu'on peut avoir un peu de conflits d'intérêt, et c'est là où l'aspect "réputation" et "échanges" compte, mais les moments sont tous importants entre le dirigeant et son actionnaire. Et après, de même qu'il y a des "bons" fonds, il y a des "bons" dirigeants de même qu'il y a



parfois de mauvais comportements, on peut avoir des mauvais comportements "de dirigeants". Le débouclage du LBO, c'est un moment où le dirigeant va vraiment défendre l'intérêt de son actionnaire. C'est un moment de partage, avec l'enjeu de création de valeur. C'est effectivement à ce moment qu'on peut voir, quand le parcours s'est bien passé, et surtout quand ça s'est très bien passé, si effectivement la relation entre l'actionnaire et son dirigeant est de qualité. Et si le dirigeant va être exemplaire dans son comportement sur le process, sur la défense des intérêts de son actionnaire.

Xavier Leloup, Magazine des Affaires : Par "l'actionnaire", il faut comprendre l'actionnaire sortant. C'est bien cela ?

Fabrice Scheer, UBS Wealth Management : Tu as une histoire qui s'arrête et puis tu as un côté inévitablement un peu schizophrène. Mais, d'une façon générale, je trouve que cela se passe plutôt très bien... Il y aura toujours, comme dans toute profession, des moutons noirs ou des patrons qui vont essayer de filouter et qui oublient que ce n'est pas leur entreprise, que ce

n'est pas leur argent, et que le premier rôle d'un dirigeant – comme pour une société cotée – c'est de défendre l'intérêt de l'actionnaire. Il peut y avoir des dirigeants, effectivement, qui se disent : "ils ont fait assez d'argent... donc c'est moi qui décide". Mais c'est quand même assez rare, heureusement. Je trouve que l'on a des dirigeants qui, même au bout de la ligne d'arrivée et même s'ils poursuivent, sont conscients qu'il faut que ça se passe bien. Donc c'est vrai, la réponse est oui.

Question surprise :
Être avocat spécialisé en capital-investissement c'est... a) facile, la documentation ne change jamais ; b) plus enrichissant que des investisseurs ; c) stimulant car les problématiques juridiques sont par nature très variées... ?

Ils ont dit

► **Frédéric Mimoun, Omnes Capital**

"Le remboursement d'obligations convertibles permet aussi de préparer la liquidité pour permettre au management de reprendre le contrôle de la société, le cas échéant".

► **Stéphane Hutten, Hogan Lovells**

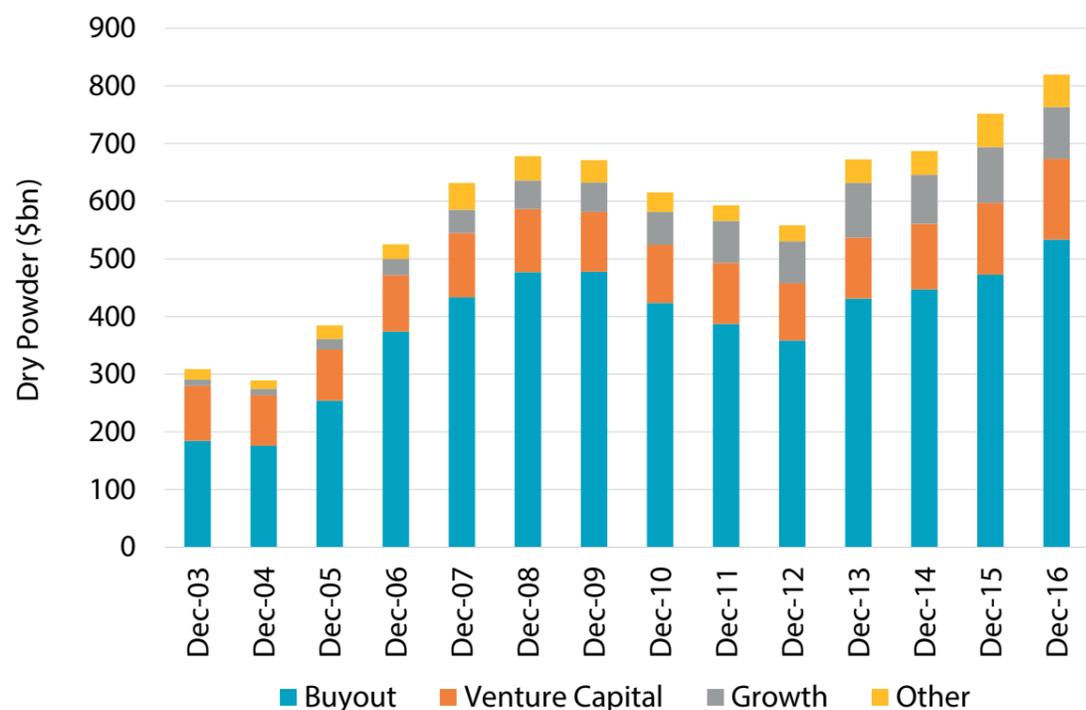
"Parmi les erreurs que l'on voit souvent, il y a la tendance à dupliquer les structures de gouvernance françaises sur des structures étrangères".

► **Fabrice Scheer, UBS WM**
"Dans tous les segments de marché, il y a une montée des valorisations très significative".

Patrick Teboul, Mayer Brown : J'ai le droit de tout cocher ? "Plus enrichissant du côté des dirigeants que des investisseurs" : ça, je ne sais pas. Côté "financement", c'est vrai que les dirigeants ont tendance à être un petit peu en retrait par rapport aux fonds, même si on peut constater qu'ils s'investissent de plus en plus sur la documentation de financement même si personne n'a en général trop envie de s'investir dans la documentation de financement... Je dirais que c'est plutôt "stimulant". Les problématiques évoluent. On a ainsi connu plusieurs ères : l'ère pré-2007 ; l'ère pré-double-Luxco relativement compliquée entre 2007 et 2010, l'ère double-Luxco qui s'est créé avec Gras Savoye....

Les capitaux levés mais non investis par types de fonds 2003-2016

Fig. 3.4: Private Equity Dry Powder by Fund Type, 2003 - 2016



Source: Preqin Private Equity Online

Olivier Bénureau, Magazine des Affaires : Pourquoi a-t-on changé de monde avec Gras Savoye ?

Patrick Teboul, Mayer Brown : C'était, on peut dire, le premier gros LBO de cette ère où de nouvelles structures de sûretés ont été développées pour répondre à la crise engendrée par Cœur Défense... Ce sont toutefois des problématiques qui tendent à disparaître - heureusement.

Olivier Meline, European Capital : Sur les financements, désolé, je suis obligé de réagir là-dessus. Certes, les dirigeants ne s'intéressent pas trop à la documentation des financements, mais pour compléter le point de Fabrice, il disait tout à l'heure que ceux des dirigeants qui sont légitimes et reconnus comme tels s'intéressent de plus en plus à l'institutionnel qui va les accompagner, à la structura-

tion de l'opération. On le voit énormément, même dans le financement. On parlait tout à l'heure des options disponibles... Évidemment ils vont s'intéresser à l'option la plus adaptée à leur projet, mais également à l'institution. Et c'est pour cela qu'il y a des conseils dans les banques d'affaires. Il y a de plus en plus de conseils qui s'intéressent au financement et qui sont là pour conseiller les dirigeants sur les aspects "financement".

Fabrice Scheer, UBS Wealth Management : Les dirigeants le demandent aujourd'hui. Avant, ils s'intéressaient à l'aspect actionnarial. Avec la crise, le comportement des banques, les problématiques de covenant, les dirigeants s'intéressent au degré de souplesse dont ils vont bénéficier. Ils ont compris que les banques se sont invitées dans la gouvernance.

Olivier Meline, European Capital : On parlait de marques, tout à l'heure... Ils ont le choix, ils ont un marché avec une saine concurrence. Nous, nous sommes une équipe qui est là depuis 12 ans. Ce sont des choses qui comptent aux yeux des dirigeants, aux yeux de leurs conseils. Je dirais même que certains dirigeants sont devenus prescripteurs entre eux. Les dirigeants et leurs conseils savent maintenant de quoi ils parlent : les nouvelles armes pour le financement avec les LBO post-crise, etc. Il y a parmi eux des prescripteurs : ils sont capables de pousser telle ou telle solution.

Fabrice Scheer, UBS Wealth Management : On voit effectivement des dirigeants pousser les solutions de financement, et même les imposer aux fonds. ■

Réservez
votre emplacement

2017

LE GUIDE DE L'INVESTISSEMENT
DANS LES INFRASTRUCTURES ET L'IMMOBILIER