

Sorties : la redistribution des cartes

Dans un environnement concurrentiel exacerbé, l'offensive de nouveaux acteurs complique la tâche des «usual suspects». Mais la rapidité d'exécution et la fiabilité des process menés par les fonds de private equity plaident en leur faveur.



Thomas Philippe et Emily Pennec, associés dans le département corporate & securities à Mayer Brown Paris

Sur un marché où le rapport de forces est du côté des vendeurs, l'embaras du choix pour les détenteurs de cibles de qualité est encore accru par les incursions de plus en plus fréquentes de nouveaux acteurs qui viennent jouer les trouble-fête pour les «usual suspects». Outre les investisseurs chinois qui ont prouvé leur capacité à délivrer et à mener des process à leur terme après des années de timide intérêt, on retrouve également les family offices dotés d'une nouvelle force de frappe et d'une attractivité certaine auprès de dirigeants d'ETI séduits par leurs poches profondes et leur horizon de temps plus long. Sans compter le retour en force des industriels étrangers, appâtés par l'«effet Macron» et le climat résolument «business-friendly» de la France post-élections présidentielles. D'autant que le voisin britannique perd quelque peu de son attractivité après le Brexit. Ce qui pousse également des fonds anglo-saxons autrefois cantonnés au marché du Royaume-Uni à positionner leurs pions sur l'Hexagone, et à diversifier leur risque en faveur de l'Europe continentale. Un engouement qui s'est matérialisé, à titre d'exemple, par l'offensive du fonds britannique Stirling Square Capital Partners qui a finalisé un LBO primaire sur le fabricant de cartouches thermostatiques haut de gamme Vernet en fin d'année, signant ainsi sa deuxième opération dans l'Hexagone après sa prise de contrôle du groupe d'hôtellerie en plein air Sibleu. Toujours sur le smid-cap, l'équipe de l'investisseur britannique BlueGem Capital Partners s'est illustrée en 2016 en reprenant la marque emblématique de fil à broder DMC, puis en prenant le contrôle de l'enseigne de burgers haut de gamme Big Fernand. Un appétit des investisseurs outre-Manche qui accroît la

difficulté à déployer la poudre sèche levée en abondance par les acteurs français du private equity. D'autant que ces derniers sont concurrencés par leurs propres clients, LPs nord-américains et canadiens notamment, qui n'hésitent pas à faire des incursions répétées en investissement direct. Mais aussi par des acteurs de la private debt et de la mezzanine qui se déploient de plus en plus fréquemment en equity, séduisant les dirigeants de PME et ETI par l'effet relatif du sponsorless. Assaillis de toutes parts, les fonds de place sont incités à sortir des sentiers battus, avec des positionnements privilégiant les angles atypiques ou l'expertise sectorielle. Ou encore, à sortir de leur zone de confort géographique, s'aventurant sur des marchés européens moins matures et moins disputés.

Des arbitrages en faveur des financiers

Ceux qui choisissent de se positionner sur les «LBO plain vanilla» n'ont pour autant pas dit leur dernier mot. L'accélération des process et la multiplication des offres préemptives plaident en faveur d'acteurs à la rapidité d'exécution éprouvée, au détriment de nouveaux entrants aux marges de manœuvre plus contraintes, d'autant qu'ils sont moins familiarisés avec les codes du marché français. Paradoxalement, si les acquéreurs industriels étrangers sont prêts à aligner une offre de valorisation exorbitante pour remporter des enchères au pas de course et couper l'herbe sous le pied de leurs concurrents financiers, la mise en œuvre du process est ralentie en aval par des sujets de concurrence et de complexité juridique auxquels échappent les LBO secondaires et tertiaires. On a vu par conséquent beaucoup de cédants opérer des arbitrages en faveur des acqué-

reurs financiers parfois moins-disants pour éviter l'aléa d'exécution d'une reprise par un industriel étranger soumis à des contraintes d'autorisations et des incertitudes sur les délais de réalisation. La vente par LBO France de Chryso à Cinven au printemps dernier illustre cette tendance. Dans le portefeuille de LBO France depuis 2014, l'ancienne filiale de Materis avait suscité un fort appétit aussi bien auprès d'acquéreurs industriels que de fonds d'investissement de la place. Au point de déboucher sur une situation inédite d'enchères avant les enchères entre deux offres préemptives mises sur la table par Cinven et l'industriel américain coté au Nyse GCP Applied Technologies (ex-Grace Construction Products). Si ce dernier était prêt à déboursier le prix fort en vue des synergies qu'il comptait créer avec ses activités de matériaux de construction, sa faiblesse se situait au niveau d'un process interne plus rigide qui nécessitait plus de temps pour articuler une offre finale et les sujets «anti-trust» auxquels il était confronté en tant que corporate étranger. Autant d'obstacles qui ont plaidé en la faveur de Cinven, dont l'offre bénéficiait aussi d'un fort soutien du management.

L'IPO pourrait retrouver la cote

Dans le small cap, la vente de la participation de TCR dans le sous-traitant aéronautique Alkan s'est heurtée également au même type d'obstacles. Convoitée par un industriel américain, la PME aux 37 millions d'euros de revenus a finalement été remportée par le duo d'investisseurs formé

par l'Idi et Chevrillon Associés. Le cédant a en effet légitimement préféré la sécurité d'un process à l'aboutissement garanti plutôt que les aléas de l'obtention des autorisations ad hoc pour un investisseur étranger, a fortiori sur un secteur sensible comme l'aéronautique civile et militaire. Ainsi, la multiplication des voies de sortie possibles pour les participations des fonds ne disqualifie pas pour autant le private equity, même si ce dernier n'est plus systématiquement envisagé comme la voie royale par des managers parfois usés par des LBO à répétition. Ceux-ci pourraient à nouveau reconsidérer avec attention les possibilités ouvertes par la cotation. Certes, la plupart des dual tracks récents ont fini par privilégier le process normé et la voie sécurisée de la sortie financière par rapport à l'incertitude de l'IPO. Mais les quelques introductions en bourse réussies de ces derniers mois pourraient faire retrouver des couleurs à la place de Paris. Surtout quand l'histoire de l'entreprise atteint la fin d'un cycle, ou que l'image de marque bénéficie de la caution boursière, comme ce fut le cas pour Sandro Maje. La marque de prêt-à-porter positionnée sur le luxe aspirationnel se devait de garder un ancrage dans l'Hexagone pour préserver sa «French touch». Reprise par le fabricant textile chinois Shandong Ruyi en 2016, son IPO réussie sur Euronext à l'automne lui a permis à la fois de conforter ses origines françaises et de porter sa valorisation à quelque 1,7 milliard d'euros à comparer aux 1,3 milliard d'euros déboursés par l'industriel chinois un an auparavant ! ■

Interview - Thomas Philippe et Emily Pennec

Quels sont les points forts de Mayer Brown notamment à Paris ?

Mayer Brown est un cabinet international qui compte plus de 1 500 avocats, sur les principales places financières mondiales. Au-delà des Etats-Unis, notre présence en Asie est particulièrement forte, notamment depuis notre fusion avec JSM, puis notre partenariat avec Jingtian Gongcheng, un des premiers cabinets de Chine continentale. Nos bureaux brésiliens sont aussi très actifs et sont sans doute une spécificité de notre cabinet par rapport à nos concurrents internationaux.

A Paris, notre bureau comprend environ 80 avocats couvrant différentes spécialités et intervenant notam-

ment sur les opérations corporate et de financement de nos clients. Nous disposons également d'une équipe fiscale reconnue comme l'une des meilleures de la place. Notre équipe corporate intervient sur tout type d'opération corporate (public M&A, private M&A, marchés de capitaux, restructuring, etc.) au-delà de notre activité leader dans le domaine du private equity.

Quelles sont les spécificités de votre équipe en private equity ?

Mayer Brown dispose à Paris d'une équipe corporate, fiscale et de financement, ainsi que d'une équipe dédiée à l'accompagnement des dirigeants. Le cabinet est reconnu pour

sa capacité à intervenir sur tout type d'opération corporate (LBO, M&A ou encore IPO).

Sur le private equity, la complémentarité de notre palette d'intervention est accrue par la grande diversité des dossiers traités par notre cabinet. Nous sommes très attachés à couvrir l'intégralité du spectre du marché, du small cap jusqu'au large cap, afin de nourrir nos pratiques et l'accompagnement de nos clients.

Notre plateforme internationale de private equity, et en particulier notre plateforme européenne de premier plan, constitue en outre un atout déterminant pour accompagner nos clients sur leurs transactions.