

« Au service des acteurs
de la transmission d'entreprise »

16 SEPTEMBRE
2022



SPÉCIAL LBO SMID CAP

LES RENCONTRES D'EXPERTS



Chez Lamartine Conseil 143 Bd Haussmann, 75008 Paris

LE LBO SMID-CAP À L'ÉPREUVE

de l'inflation et des hausses des taux

Historiquement, les opérations de capital investissement inférieures à 150 M€ sont les plus nombreuses mais aussi celles qui montrent la plus grande résilience en période de crise. Au cours des années 2007/2008, 2011/2012 et pendant la période covid, ce segment a été moins impacté. Agiles, les entreprises ont su s'adapter et poursuivre leur parcours de croissance. La montée de l'inflation, la pénurie de talents et l'entrée en récession dans les semaines/mois à venir pourraient changer la donne. Après deux ans de perpétuelle adaptation, le duo investisseur/entrepreneur va-t-il à nouveau trouver la parade ? Réponse de spécialistes...

MdA : Après un début d'année en fanfare, sentez-vous avez un atterrissage après l'été? Quels secteurs continuent d'alimenter le deal flow ?

Olivier Renault, Lamartine Conseil : L'année a été très très active jusqu'ici. Pour notre part, nous en sommes à presque 120 deals depuis le début de l'année. L'activité est soutenue même si la typologie des dossiers change un peu depuis l'été, dans la mesure où nous constatons davantage de Build-Ups et peut-être moins de deals primaires, ainsi que l'intervention plus fréquente, à la vente ou à l'achat, de "corporate".

Laurent Baudino, Isatis Capital : Je partage. Depuis 6 ou 7 mois nous avons connu une dynamique du portefeuille très forte. On a fait beaucoup de désinvestissements tout en regardant les opportunités d'investissement. D'ailleurs le financement n'est pas vraiment un problème car on est assez protégé sur notre segment. Les sociétés ciblées sont en croissance avec finalement peu de "leverage". Les taux augmentent légèrement mais cela a peu d'impact sur nos P&L. On est sur des stratégies de croissance forte en organique avec des investissements en

fonds propres de 10 à 15 M€. Au final, le quantum de dette est relativement faible. Le véritable challenge est peut-être sur les levées de fonds car certains LPs ont beaucoup investi ces derniers temps et les bonnes performances sur notre segment font qu'ils sont parfois surpondérés. Mais pas tous. Nous sommes d'ailleurs en plein exercice de levée autour de 150 millions. Soit sensiblement équivalent au précédent (130 M€). Donc la levée en cours est fidèle à notre activité historique

Olivier Renault, Lamartine Conseil : S'agissant de la hausse des taux, celle-ci présente paradoxalement un intérêt pour les conseils, puisque l'enjeu de la déductibilité des intérêts redevient pertinent, de sorte que l'analyse du sujet - et son optimisation - sera vite incontournable dans les prochaines opérations à effet de levier.

Guillaume Capelle, Adviso Partners : Je rejoindrai ce qui a été dit. Nous avons connu un premier semestre très chargé. A partir du mois de juin, on a commencé à voir des faisceaux d'indices se matérialiser ; Nous avons compris que la guerre en Ukraine allait s'éterniser et la remontée des taux bancaires a commencé

à se faire ressentir. Construire un BP en ce moment est un exercice compliqué. On commence à se faire une idée de l'impact sur les chaînes d'approvisionnement de la hausse des prix et on enchaîne avec la crise énergétique. On anticipe à partir de janvier 2023 un resserrement plus fort encore sur le crédit, les deals vont sans doute se compliquer et la durée d'exécution s'allonger. Concernant les secteurs les plus prisés en ce moment, je ne révélerai pas de scoops. On observe toujours le triomphe de la "sainte trinité" avec la santé, le software et l'éducation. Ces secteurs vont continuer à être portés si tant est que les équipes de dirigeants seront solides et que le "current trading" sera en ligne avec le BP, car la santé notamment est un secteur très large et recoupe des réalités très diverses. Les multiples devraient donc se maintenir dans les secteurs moins soumis au cycle économique. En revanche pour les sociétés évoluant dans des secteurs connaissant de gros capex et des usines énergivores cela va être compliqué. Elles sortent tout juste de la gestion de la hausse des matières premières et doivent maintenant composer avec la hausse de l'énergie sans oublier la difficulté de trouver des salariés qualifiés. Chez

Laurent Baudino

➤ Directeur Associé chez Isatis Capital, Laurent a fait ses premières armes en conseil en Transactions Financières chez EY avant de rejoindre en 2009 l'équipe small cap de BNP Paribas Private Equity. En 2013, il s'associera au spin-off de cette activité qui donnera naissance à une nouvelle société de gestion indépendante, Isatis Capital.

➤ Isatis Capital (480 M€ sous gestion) est une société de gestion indépendante. Investisseur de long terme, Isatis Capital prend des participations minoritaires ou majoritaires et apporte son savoir-faire dans l'accompagnement de la croissance. Les équipes d'Isatis Capital se sont illustrées dans de nombreuses opérations parmi lesquelles : Orolia, Santiane, Graitec, Web100T, Steliau, Winback, Zenika. Elles continuent par ailleurs d'accompagner de nombreuses sociétés à fort potentiel telles que Metaline, Sagitta Pharma, B-Hive et Ailancy.

➤ Signataire de la charte de l'ONU et de l'iCi, membre de la TCFD, Isatis Capital est attentive au respect des règles de l'ESG dans son fonctionnement mais également dans son activité d'investissement.



Adviso Partners nous sommes très attentifs à cette problématique puisque nous réalisons 2/3 de nos opérations en région où ce phénomène est encore plus sensible. En même temps, la situation va donner une chance aux acquéreurs industriels de retourner sur le marché. Nous l'avons observé tout particulièrement à partir du printemps 2022. Les participations des fonds feront elles aussi leurs emplettes dans un contexte qui leur sera plus favorable. D'autant que les portefeuilles PE sont jeunes et ont été constitués sur la base de multiples élevés. Pour ces dernières, réaliser de la croissance externe sur des multiples raisonnables, cela peut avoir du sens. Par ailleurs ne dit-on pas que c'est en période de crise que l'on réalise les meilleures affaires. Je ne doute pas que les investisseurs qui, par-delà le marché, sauront sélectionner les meilleurs projets et les équipes les plus talentueuses pourront réaliser d'excellentes performances y

compris sur des secteurs généralement considérés comme moins attractifs. En conclusion, sur le Small et Smid-Cap le volume d'opérations dans les prochains mois ne devrait diminuer

“Le véritable challenge est peut-être sur les levées de fonds car certains LPs ont beaucoup investis ces derniers temps et les bonnes performances sur notre segment font qu'ils sont parfois surpondérés.”

Laurent Baudino

qu'à la marge et les multiples s'ajuster en conséquence.

Fabrice Huglin, ACA Nexia : On voit qu'au niveau européen, les Ebitda ont baissé d'un cran ce qui a entraîné sur le deuxième trimestre 2022 par rapport à 2021 une baisse de 10 à 15% du nombre d'opérations. Le cabinet est positionné sur le Small et le Mid, du coup, nous sommes un peu moins touchés du fait du nombre de sociétés qui composent ce segment de marché qui correspond bien à la typologie des entreprises françaises. Aujourd'hui, les VDD que nous avons en cours sortent un peu plus tardivement mais nous avons toujours de nouvelles opérations. Au cas particulier de l'éducation, il n'y a pas de baisse non plus car ce n'est pas un marché de prix. Le secteur n'est pas touché car les mesures gouvernementales pour favoriser l'apprentissage renforcent son attrait. Les écoles sont passées du contrat de professionnalisation à l'apprentissage. Ensuite, pour souffler un peu de positif, les corporate, dans



Frédéric Mimoun

- Frédéric Mimoun est associé de l'équipe Capital Développement & Transmission Small Cap d'Omnes qu'il a rejoint en septembre 2016. Frédéric Mimoun a démarré sa carrière chez Arthur Andersen, puis à la SG Hambros en M&A à Londres. Il retourne en France pour rejoindre la Royal Bank of Scotland en charge 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.
- Diplômé de l'Ecole Spéciale des Travaux Publics Paris, Frédéric est actuellement Board Member notamment de Tennaxia, Batiweb, ABMI, Opportunity et NutriDry.
- L'équipe Small Cap, ainsi que les équipes Midcap, Mezzanine et situation spéciale, vont rejoindre l'IDI, et garderont la même philosophie d'investissement que sur les millésimes actuels en cours de déploiement. Dans le cadre du partnership avec l'IDI, la maison mère injectera 10% en tant qu'Anchor investor dans le prochain milesime attendu en pré-marketing courant 2023.

un marché qui se tend, peuvent y voir des opportunités et structurer une offre.

Olivier Renault, Lamartine Conseil : Il y a quand même un effet un peu mécanique qui soutient ce niveau d'activité. En effet, certains "corporate" ajustent également leur propre périmètre, en cédant des activités et en se portant acquéreurs, ce qui alimente le deal flow. Au-delà des trois secteurs dont on a parlé, il y a également deux secteurs très actifs en ce moment comme l'équipement de la maison (la fabrication de fenêtres notamment) car ils sont en phase avec les sujets de transition - et de crise - énergétique. Il en est de même pour les services liés à l'activité agricole au sens large.

Jacques-Henri Hacquin, NG Finance : A l'heure actuelle, nous avons, au cabinet, encore pas mal d'activités sur le trend de S1 2022. Je pense néanmoins que le contexte macro-économique sur T4 2022 va provoquer une certaine

forme d'attentisme. L'inflation, l'augmentation des taux ou encore le contexte géopolitique actuel peuvent

“Sur l'attentisme que l'on observe en ce moment, je crois qu'il faut aussi faire attention à ne pas y contribuer et garder la tête froide. Je crois qu'il faut rester sélectif et faire ce que l'on dit dans notre stratégie d'investissement. Les Lps attendent de nous que l'on poursuive le déploiement en ligne avec notre feuille de route.”

Frédéric Mimoun

inquiéter bon nombre d'acteurs qui hésitent à se lancer.

Frédéric Mimoun, Omnes : Je partage

les avis de mes confrères en matière d'impact limité des taux d'intérêts sur les opérations Small Cap, compte tenu de leur levier modéré. Parmi les secteurs qui restent prisés, figurent en effet le triptyque Santé/Software/Education évoqué par Guillaume, complété par la cybersécurité/réseaux télécoms. Toutefois, issu des marchés cotés US, il est à noter une correction des valorisations sur les softs qui retrouve une certaine segmentation, plus salubre à de nouveaux investissements. J'ajouterais que le deal-flow est alimenté par des opérations de carve-out d'industriels et dans une moindre mesure bizarrement par les "PtoP". Avec un marché coté qui a connu une grosse correction couplé à une volatilité forte, ces actifs cotés peuvent faire l'objet de retrait de cote à des conditions attractives, pour ensuite poursuivre un programme sélectif de croissances externes. Sur l'attentisme que l'on observe en ce moment, je crois qu'il faut aussi faire attention à ne pas y contribuer et garder la tête froide. Je crois qu'il faut rester sélectif et faire ce que l'on dit

Olivier Renault

- Olivier Renault est associé gérant de Lamartine Conseil, et diplômé en droit des affaires et fiscalité de l'Université de Paris I. Spécialisé sur le Small-Cap, il est intervenu à titre personnel sur quelques centaines de LBO/OBO/MBI depuis le début de sa carrière. Entrepreneur dans l'âme, il a une connaissance pointue des pratiques du capital investissement, ainsi que des problématiques des dirigeants des entreprises, qu'il accompagne à toutes les étapes de leur vie;
- Lamartine Conseil est présent en France au travers de ses bureaux de Paris, Lyon, Aix-Marseille et Bordeaux. Conseil régulier de fonds d'investissement de premier plan comme Naxicap Partners, Initiative & Finance, Turenne, Capital Export, MBO&CO ou encore iXO Private Equity, Lamartine Conseil a notamment conseillé en 2021 les opérations suivantes : le LBO quaternaire de La Foir'Fouille, le LBO de Naxicap Partners sur les activités collecteurs tournants de Cobham, le LBO secondaire de Blanchon, le build-up de Collège de Paris...



dans notre stratégie d'investissement. Les Lps attendent de nous que l'on poursuive le déploiement en ligne avec notre feuille de route.

MdA : Et pour revenir sur la Santé, Philippe, quels sont les sous segments le plus actifs ?

Philippe Barouch, Lamartine Conseil : nous l'avons vu, le secteur de la santé est un secteur particulièrement résilient à tous points de vue et où les multiples ne faiblissent pas. Ainsi, le Cabinet a réalisé le premier LBO sur un groupe de biologie médicale en 1998 et depuis, le schéma juridique n'a pas beaucoup évolué quand l'on est en présence de sociétés ; la problématique est toutefois, différente aujourd'hui pour certains secteurs d'activité en pleine expansion (radiologie, centres de santé, centres dentaires), quand l'on sait que ces secteurs se structurent parfois sous forme associative. Cela n'a pas empêché des opérations de transmission de se réaliser et les secteurs concernés de se consolider et de se concentrer, à l'instar de ce qui

s'est passé sur le secteur de la biologie médicale.

“L'année a été très très active jusqu'ici. On est déjà à 120 deals depuis le début de l'année. L'activité est soutenue même si la typologie des dossiers change depuis l'été. On voit beaucoup de Build-Ups et peut-être moins de deals primaires. Il y a aussi de plus en plus de corporate.”

Olivier Renault

Olivier Renault, Lamartine Conseil : Mais ces opérations ne sont pas simples car, si l'Etat a favorisé la rationalisation de ces marchés historiquement diffus, la loi ainsi que les autorités de tutelle sont pour protéger les associations à

activité médicale : il convient d'être très prudent et respectueux dans les montages, de l'intérêt propre à l'association. Néanmoins, la concentration va très vite. Rappelons que la concentration des laboratoires d'analyse médicale a pris 20 ans. Aujourd'hui la concentration des activités de dentisterie devrait se faire en 2 ou 3 ans. Nous connaissons également ce phénomène dans le secteur de l'éducation et des écoles privées.

Fabrice Huglin, ACA Nexia : Historiquement dans l'éducation, les écoles avaient un statut associatif et effectivement il fallait trouver des solutions. Mais les choses ont évolué et désormais les écoles sont quasi toutes en société. Le vrai sujet c'est le juridique de prise de contrôle.

MdA : Je propose d'ouvrir le chapitre de la création de valeur durable. On a une inflation qui monte, une récession, et dans le même temps les valeurs ESG sont entrées dans la culture des fonds depuis deux ans.



Philippe Barouch

- Titulaire de deux Masters 2 en Droit des affaires et en Droit fiscal (Université Panthéon-Assas – Paris II), Philippe Barouch a intégré Lamartine Conseil en septembre 2011. Il a développé au fil des années une expertise en transmission d'entreprises, en restructuration de groupes de sociétés et en accompagnement des managers et/ou des investisseurs financiers dans le cadre de prises de participation majoritaires ou minoritaires dans le capital de sociétés ou d'opérations de LBO / transmission et plus particulièrement dans le secteur des activités réglementées, et notamment de l'éducation et de la santé.
- En 2021 et 2022, il est notamment intervenu sur (i) la reprise de l'activité collecteurs tournants de Cobham par Naxicap Partners, (ii) la restructuration du capital de Collège de Paris lors de l'entrée de Raise et Bpi, (iii) la cession du groupe Bio Clinic à Inovie Group, (iv) comme conseil de Crédit Mutuel Equity lors son entrée au capital du Groupe de cliniques Santé Victoire Pauchet, (v) la cession du laboratoire Diagnovie à Bio group.

Laurent Baudino, Isatis Capital : Oui c'est devenu incontournable et cela va même plus loin. Il y a différents moteurs d'inflation. Si on prend certains secteurs comme le conseil, la santé, l'éducation, on coupe 2 moteurs d'inflation que sont le transport et l'énergie. Il reste certes l'inflation des salaires mais c'est quand même plus confortable. La stratégie d'investissement est fondamentale certes en termes de secteur mais aussi parce que cela fait un lien très fort avec l'ESG. On peut ainsi favoriser la relocalisation par exemple et cela limite le risque. Finalement l'ESG qui était imposée devient un élément clé de la stratégie de création de valeur durable.

C'est une des clés de la différenciation des sociétés de gestion et de la performance. Il y a un deuxième sujet, on faisait un petit clin d'œil avec le Charrasse. Désormais on va voir un retour des obligations convertibles. L'augmentation des taux devrait permettre de placer des OC et cela va changer la façon de structurer les deals.

Jacques-Henri Hacquin, NG Finance : Je pense que l'inflation pourrait avoir un autre effet bénéfique.

“Le secteur de la santé reste un secteur résilient peu importe le contexte auquel il fait face ; à l'instar de la biologie médicale, les autres professionnels de santé sont en train de se concentrer et se consolider.”

Philippe Barouch

Pour rebondir sur ce que dit Laurent, l'attrait pour certaines stratégies moins sensibles à l'inflation va pousser d'autres secteurs à accélérer leur impact ESG de façon exponentielle.

Frédéric Mimoun, Omnes : Nos participations globalement se portent

bien et affichent une bonne trajectoire économique et financière. En complément, il y a des choses positives sur le développement territorial (3 build-up régionaux sur NutriDry en un an), sur la décarbonatation (analyse systématique par notre participation Tennaxia en cours d'implémentation). Les levées de fonds significatives en matière d'impact peuvent également aider à trouver de la liquidité sur des actifs avec des performances en deçà de ses prévisions, à condition d'avoir travaillé minutieusement avec le management sur les critères extra-financiers, et cela intéresse aussi nos investisseurs.

Jacques-Henri Hacquin, NG Finance : Cela pourrait offrir des fenêtres de liquidité.

Laurent Baudino, Isatis Capital : Oui car il y a eu de nombreuses levées de fonds qui se sont faites sur cette thématique d'investissement mais en réalité il y a encore peu d'actifs éligibles.

Jacques-Henri Hacquin

- Jacques-Henri Hacquin est le co-fondateur et directeur général du cabinet NG Finance, avec plus de 15 années d'expérience professionnelle en Finance d'entreprise et en Évaluation de sociétés cotées et non cotées.
- Au sein de NG Finance, il est en charge des activités en lien avec les Fonds d'investissement et les différents acteurs du monde juridique et fiscal. Ses missions principales sont l'accompagnement des dirigeants et la structuration de plans d'intéressement à destination des dirigeants. Il est chargé de l'établissement des états financiers et des business plans, de la rédaction de mémorandum et de la présentation auprès des partenaires financiers lors de la création et du développement de start-up. Il a réalisé des travaux de valorisation dans le cadre de transmissions patrimoniales au sein d'holding familiales.



Guillaume Capelle, Adviso Partners : Chez Adviso Partners nous avons bâti une équipe impact, pour adresser cette thématique avec enthousiasme et professionnalisme. Son succès se ressent dans toute l'entreprise car cette thématique plaît beaucoup aux équipes et cela nous fait aussi évoluer. A ma connaissance nous sommes la seule boutique en voie de devenir une entreprise à mission. Notre fonds de dotation quant à lui continue d'accompagner des causes qui nous sont chères : la fragilité sociale et la protection de notre environnement.

MdA : Frédéric vous étiez en avance en termes d'investissement l'an passé. Les désinvestissements ont-ils déjà commencé ?

Frédéric Mimoun, Omnes : En 4 ans, nous avons déployé plus de 60% du millésime actuel, ce qui fait que l'on reste en ligne, sans être en avance. Toutefois, depuis l'enlèvement du conflit Ukrainien cet été avec les risques de récession, on observe un

certain attentisme en cette rentrée.

“Avec la mise en avant d'AGADP dans les Management Packages, nous observons une montée en puissance de la structuration des Packages permettant un meilleur partage de la création valeur dans un cadre légal.”

Jacques-Henri Hacquin

MdA : Coté banque d'affaires, quel est l'impact sur l'activité ?

Guillaume Capelle, Adviso Partners : Chez Adviso Partners nous réalisons beaucoup d'opérations primaires et nous structurons nos mandats à l'instar du marché avec des

« kickers ». Compte tenu du contexte économique, les deals vont être plus longs à se concrétiser et il n'est pas sûr que l'on parvienne à atteindre les kickers aussi systématiquement que dans un passé récent. Donc mécaniquement on devrait connaître une attrition du chiffre d'affaires à moins bien sûr d'augmenter la volumétrie de deals. Notre positionnement Small Smid Cap et notre présence en région seront des atouts pour y parvenir.

Olivier Renault, Lamartine Conseil : Je note aussi une évolution dans la structuration des deals aujourd'hui. On demande de plus en plus souvent aux fonds qui vendent de remettre un ticket auprès du repreneur, ce qui est un moyen à la fois de rassurer ce dernier s'agissant du niveau de prix, mais également de permettre au fonds cédant de capter ultérieurement une “sur plus-value” qu'il estimait pouvoir capter lors de l'opération.

MdA : Est-ce que vous pratiquez des réinvestissements chez Isatis ?



Fabrice Huglin

- Fabrice Huglin est associé d'Aca Nexia, en charge du département Transaction Services aux côtés d'Olivier Lelong et d'Hervé Teran. Il intervient pour des PME et ETI, principalement dans le domaine des services, de l'industrie et de la distribution. Il a plus de 20 années d'expérience professionnelle et a conseillé plus d'une trentaine d'opérations en 2021, Aca Nexia ayant participé à plus de 100 opérations en 2021.
- Il développe depuis quelques années une expertise dans le domaine de l'enseignement supérieur privé en qualité de conseil et pour des missions de due diligence et d'audit. A travers plusieurs échanges et séjours auprès de membres étrangers du réseau Nexia, il a acquis une expérience internationale, dont il fait profiter les groupes français qui souhaitent s'implanter à l'international.

Laurent Baudino, Isatis Capital : Avant j'aimerais revenir sur le point précédent, il y a eu une très forte accélération de la rotation des actifs. L'abondance des capitaux nous a permis de réaliser beaucoup de désinvestissements ces derniers mois. Sur les 11 lignes de notre fonds institutionnel, nous en avons déjà vendu 4 avec des TRI très élevés. Avec ces quatre cessions, notre DPI est déjà de 75%. Sinon pour répondre à votre question, historiquement on ne le faisait pas de réinvestissement car il était plus simple de céder complètement. Depuis l'été le marché a changé et on nous demande de faire un crédit vendeur, de prévoir un complément de prix, ou encore de réinvestir. Pour l'acquéreur c'est perçu comme un moyen de partager le risque. Il faut avoir conscience aussi que les actifs se sont raréfiés du coup pour un investisseur en capital, il peut être pertinent de réfléchir à revenir sur certaines lignes que l'on connaît bien,

“On voit qu'au niveau européen, les Ebitda ont baissé d'un cran ce qui a entraîné sur le deuxième trimestre 2022 par rapport à 2021 une baisse de 10 à 15% du nombre d'opérations. Le cabinet est positionné sur le Small et le Mid, du coup, nous sommes un peu moins touchés du fait du nombre de sociétés qui composent ce segment de marché qui correspond bien à la typologie des entreprises françaises.”

Fabrice Huglin

peu risquées. Ces stratégies que l'on voyait beaucoup dans les fonds Mid

Cap commencent à venir sur le Small Cap.

Olivier Renault, Lamartine Conseil : Ce que l'on voit aussi dans certains montages concernant des groupes cibles à multi-activités, ce sont des fausses ORA : ces ORA à la main de l'investisseur qui a investi dans le holding, peuvent lui donner droit à appréhender en direct, les titres de l'une ou plusieurs filiales. Ce qui permet d'être en equity au sein d'une filiale (préalablement à sa cession, par exemple) en contrepartie des ORA qui étaient dans le holding.

Frédéric Mimoun, Omnes : Mais du coup, il n'y pas de sortie cash, mais un échange de titres.

Olivier Renault, Lamartine Conseil : En effet, mais quand on prévoit ce montage dès le départ, cela permet de réorienter notre choix d'investissement en cours de partenariat vers une activité plus “stratégique” ou plus “mature”

Guillaume Capelle

- Guillaume Capelle bénéficie de près de 20 ans d'expérience dans le conseil en Fusions et Acquisitions et a réalisé plus de 50 opérations pour le compte de dirigeants-actionnaires de PME-ETI, de fonds de private equity et de corporates. Il a débuté sa vie professionnelle chez KPMG puis chez Sodica CF, filiale M&A du Groupe Crédit Agricole. En 2010, il développe le bureau Sodica CF à Lille et réalise de nombreuses opérations dans les métiers de la santé, du service aux entreprises et de la distribution. En 2015, il rejoint Adviso Partners en tant que Directeur Associé puis Associé en 2016.
- En 2018, il développe ADVISO Entrepreneur, département d'Adviso partners consacré aux opérations SmallCap (VE 10-30 M€) puis il contribue au lancement d'Adviso Growth, un département d'Adviso Partners dédié à l'accompagnement des entreprises en fort développement dans les domaines de la santé et des technologies.



financièrement, et présente l'avantage de cristalliser une valeur historique fiscalement opposable.

Frédéric Mimoun, Omnes : Oui c'est juste, même si en pratique on doit veiller à éviter un conflit d'intérêt en faisant réinvestir soit le même fonds qui a sorti son investissement soit en prenant un tiers si ce sont deux véhicules différents. Certains actifs - légitimes pour ces allers-retours - dotés d'une bonne visibilité peuvent d'ailleurs faire l'objet d'inclusion dans un “continuation fund” (type infra) avec le cas échéant des durées d'investissement plus longues.

Olivier Renault, Lamartine Conseil : C'est même presque facilitateur afin d'obtenir un accord du management car il est rassuré par la relation historique avec son ou ses LPs. C'est un vrai sujet pour les fonds d'investissement, car certains de leurs concurrents comme les Family Office ont la capacité de rester investis plus

“La situation va donner une chance aux acquéreurs industriels de retourner sur le marché. Nous l'avons observé tout particulièrement à partir du printemps 2022. Les participations des fonds feront elles aussi leurs emplettes dans un contexte qui leur sera plus favorable. D'autant que les portefeuilles PE sont jeunes et ont été constitués sur la base de multiples élevés.”

Guillaume Capelle

longtemps en général, et cela permet d'offrir une continuité au partenariat.

Laurent Baudino, Isatis Capital : Cela me fait penser que les crises ont souvent généré de la professionnalisation sur le small cap.

MdA : Justement on a parlé des secteurs qui marchent bien mais d'autres sociétés sont impactées et cela a un impact sur les packages Management; Entre la fiscalité du CE et les scénarii de croissance à la baisse, quelle attitude adopter ? Jacques-Henri, vous êtes le grand spécialiste autour de la table...

Jacques-Henri Hacquin, NG Finance : Il est vrai que les pratiques ont évolué. On a vu la tendance s'inverser depuis quelques mois au profit des AGADP. Cela me fait un peu penser à ce qui s'est passé sur le social il y a quelques années avec l'arrêt “Lucien Barriere”, ou en fiscal après l'arrêt Quick avec les BSA. Les acteurs ont gardé le raisonnement des actions de préférence ADP mais qui sont désormais attribuées gratuitement,



pour bénéficier du régime légal des AGA. Aujourd'hui, la principale structuration se fait en AO accompagné d'AGADP. Cela rassure les investisseurs de voir les managers participer à un investissement dit "Pari passu" et quand c'est possible, on rajoute une couche AGADP pour bénéficier d'une surperformance potentielle, le cas échéant. Ces schémas restent très présents et ne se limitent pas au Private Equity mais servent également à la reprise d'entreprise grâce à la combinaison d'un crédit vendeur et d'un dividende prioritaire.

MdA : Y a-t'il une recrudescence des contrôles fiscaux des managements packages ?

Jacques-Henri Hacquin, NG Finance : Les contrôles ne portent pas tellement sur les management packages aujourd'hui mais plutôt sur les attestations taux d'intérêt attachés aux prêts d'actionnaires et rendement des obligations convertibles attachés au sweet equity. Nous observons aujourd'hui une remontée de ces taux en lien avec la hausse des taux directeurs.

Olivier Renault, Lamartine Conseil : Il y a aussi davantage de contrôles fiscaux sur ces sujets pour une raison très pratique, dans la mesure où, dans le cas du "man pack" il faut passer par la procédure d'abus de droit, alors que là c'est assez facile du point de vue du contrôleur fiscal, qui s'appuiera sur sa grille de comparables....

MdA : Laurent, chez Isatis, vous êtes questionnés sur ces sujets ?

Laurent Baudino, Isatis : Cela arrive mais on est beaucoup positionné sur le primaire donc on se rend compte que ces sujets ne sont pas encore bien connus par les dirigeants. On essaye de leur proposer des cabinets pour les aider à se familiariser avec ces sujets.

Les questions viennent souvent à l'occasion de deals secondaires ou tertiaires. Cela me fait penser que désormais les entrepreneurs qui ont connu plusieurs LBO, investissent eux même dans nos fonds comme souscripteurs. Aujourd'hui ces entrepreneurs peuvent peser une part significative, 10 ou 15% de nos LPs. Donc on a toute une gamme d'investisseurs qui deviennent des LP's. On aime bien car cela valorise le travail que l'on fait et on s'assoit aussi sur une base de connaissance. Car ils connaissent bien le marché.

Philippe Barouch, Lamartine Conseil : il est certain qu'à la lumière des dernières jurisprudence du Conseil d'Etat et de la position exprimée par la rapporteure publique ayant conclu dans ces affaires, les positions défavorables au contribuable dans ces affaires nous obligent à adopter une position plus sécurisée quand il s'agit d'intéresser les managers salarié /mandataire social, la prise de risque et le paiement de l'option ne suffisent plus pour sécuriser l'intéressement afin qu'il ne soit pas requalifié par l'administration fiscale et/ou sociale.

Ainsi, le Conseil d'Etat raisonnant par faisceau d'indices, il convient aujourd'hui de décorrélérer la qualité d'investisseur et la qualité de salarié du manager qui a investi dans la société employeur ou dans le groupe) : pour le ratchet, nous le structurons à présent et le plus souvent au travers de mécanismes légaux. A ce jour, le Conseil d'Etat s'est uniquement prononcé sur le ratchet. Toutefois, l'analyse de l'administration devrait a priori être identique sur le *pari passu* et c'est la raison pour laquelle cela nous oblige à revoir la rédaction des accords contractuels (pacte d'actionnaires notamment, promesse de "leaver") pour aligner le plus possible le manager sur l'investisseur.

MdA : On a vu beaucoup de sujets liés à la transaction et je vous





propose désormais de prendre un peu de hauteur sur la classe d'actifs. Le Private Equity est désormais premier financeur des entreprises (à égalité avec la Bourse) en France. Va-t'il être freiner par cette nouvelle crise ou au contraire accélérer dans les années à venir ?

Frédéric Mimoun, Omnes : Ayant eu l'opportunité de traverser plusieurs crises, je fais partie de ceux pour qui environnement doté de risques rime avec moult opportunités à saisir. En plus de ce contexte particulier, des facteurs de croissance fondamentaux demeurent d'actualité dans notre industrie : L'afflux de liquidité qui ne cesse d'augmenter tant par les institutionnels que les particuliers ; cette dernière population est de plus en plus présente sur cette classe d'actifs. Il n'est pas rare que bon nombre des entrepreneurs que l'on accompagne investissent dans nos fonds. Un vivier de PME et d'ETI en France incroyables ; en effet, le nombre de créations reste à un niveau élevé et structurellement supérieur à nos voisins européens. Enfin, au milieu de cet écosystème, les GPs poursuivent leur montée en professionnalisme et initient une phase de consolidation. Un contexte actuel de remontée des taux d'intérêts aboutirait à un cycle de valorisations plus modérées, propice à l'investissement. A ce titre, nos fonds Small Cap vont initier une levée de fonds du quatrième millésime à hauteur de 200 M€.

Fabrice Huglin, ACA Nexia : Exactement, il faut voir d'où l'on vient. Il y a 20 ou 25 ans, pour un chef d'entreprise, les options de vente au moment de la retraite n'étaient pas très riches à l'époque. Soit il confiait son entreprise à ses enfants, soit il pouvait la céder à un corporate qui souvent avait été son concurrent. Sinon il était acculé à fermer la boutique. Grâce au Private Equity, l'entrepreneur a désormais une autre porte de sortie et une possibilité d'avoir une meilleure valorisation de son patrimoine. Et puis, le private

equity, c'est un formidable moteur de croissance qui offre une gouvernance saine et porteuse. Autre élément qui plaide en faveur de cette industrie, c'est l'incentive des managers qui permet une prise d'intérêt sur le long terme. Finalement comparer le marché coté composé de quelques groupes en France et le Private Equity, c'est compliqué car ce sont 2 approches et deux métiers différents.

Olivier Renault, Lamartine Conseil : C'est devenu un mode de gouvernance qui permet d'objectiver aussi la performance des équipes de directions, en intégrant la culture du résultat.

Guillaume Capelle, Adviso Partners : En 20 ans, la profession a beaucoup travaillé pour donner ses lettres de noblesse aux schémas LBO. Il y a 15 ans, c'était 90% des dirigeants qui nous parlaient de fonds de pension et qui du reste en avaient peur. Désormais c'est seulement 50%. On peut mesurer le chemin parcouru, mais il reste de la marge. Beaucoup de patrons de PME et d'ETI d'aujourd'hui comprennent que d'avoir un fonds à son capital constitue un levier de croissance mais aussi le témoignage de leur succès. Pour ceux qui ne sont pas convaincus, les Dual track généralisés leur permettent souvent d'évoluer. A la genèse des process, certains dirigeants assument une préférence pour travailler avec un industriel qui connaît parfaitement leur secteur. Et puis, au gré des échanges, après avoir rencontré les équipes de fonds PE, la tendance s'inverse. Souvent parce que les valorisations sont comparables ou meilleures certes mais aussi parce que la façon de travailler et la capacité de projection les séduit. Bref, on constate que les mentalités évoluent et je ne peux que prédire un bel avenir au PE. ■



AU SERVICE DES ACTEURS de la transmission d'entreprise

Pour en savoir plus : www.lamartineconseil.com

LAMARTINE CONSEIL - PARIS
143, boulevard Haussmann
75008 PARIS
☎ 01 40 69 70 00

LAMARTINE CONSEIL - LYON
1, quai Jules Courmont
69002 LYON
☎ 04 81 09 72 00

LAMARTINE CONSEIL - AIX/MARSEILLE
35 bis, avenue Victor Hugo
13100 AIX-EN-PROVENCE
☎ 04 65 40 68 00

LAMARTINE CONSEIL - BORDEAUX
42 b, avenue du Général Leclerc
33200 BORDEAUX
☎ 01 40 69 70 00