

**15** Mars  
**2022**



Chez Mayer Brown, 10 Avenue Hoche, 75008 Paris

# LES RENCONTRES D'EXPERTS

**LBO**



## LE LBO À L'ÉPREUVE de la crise ukrainienne

Parce qu'il a fait preuve d'une résilience incroyable, le private equity est sorti renforcé de la crise Covid. Les montants investis et levés dépassent aujourd'hui toutes les anticipations d'avant crise. 2022 semblait parti sur la même dynamique avant que s'invite la crise russo-ukrainienne... Qu'en est-il vraiment ? Au cours de débats aussi riches que animés, 9 grands spécialistes du secteur, ayant traversé plusieurs crises et cumulant plus de 150 ans d'expérience cumulée ont accepté de confronter leur point de vue sur les conséquences de la crise et imaginer l'avenir du Private Equity. Morceaux choisis.

**MdA : 2021 a été une année exceptionnelle pour le Private Equity à tout point de vue. La dynamique transactionnelle est-elle toujours aussi forte sur le LBO ?**

**Alban Neveux, Advention :** Tout à fait, à date la situation n'a pas changé, et l'intensité autant que le volume d'activité restent aussi, voire plus importants qu'à la fin d'année 2021. Ce qui change, c'est sans doute la taille des opérations envisagées. Nous sommes désormais davantage sur le small et le mid cap que sur le large cap qui, faute de financement, est pour le moment pénalisé.

**Vincent Delmas, KPMG :** Il devient difficile d'avoir plus de 300 M€ de quantum de dette dans le marché actuel compte tenu des incertitudes liées à la crise ukrainienne. A cela s'ajoute le fait que la baisse des valorisations en bourse pourrait à terme avoir des impacts sur les multiples des deals à venir. Notez qu'à ce jour notre niveau d'activité n'a pourtant pas ralenti.

**Pierre Decré, Parquest :** Côté investisseur, la dynamique est également très forte. Et même sans précédent. Historiquement, on regardait en moyenne 120 deals par an. L'année dernière on en a regardé

150. Au 15 mars 2022, nous avons déjà étudié 50 deals en même pas trois mois. On voit une volumétrie énorme mais à qualité beaucoup plus diverse.

**Bertrand Thimonier, Adviso Partners :** C'est exactement cela. Je trouve que le marché s'est vraiment polarisé. Les actifs stars n'ont plus de prix. Par contre, les actifs B et C sont plus compliqués à vendre. Il faut sans doute plus de « touché de balle » pour les sortir. Dans ce contexte, les process doivent être travaillés plus en amont qu'à l'accoutumée.

**Alban Neveux, Advention :** Compte tenu du contexte géopolitique, ce qui peut surprendre c'est qu'aujourd'hui on ne voit pas de ralentissement majeur. Le « pipe » actuel reste très fourni et de nombreuses opérations sont programmées dans les prochains mois jusqu'en juin et juillet. Cependant, au-delà du seul volume d'opérations, c'est plutôt la nature des opérations qui est en train d'évoluer : les secteurs très impactés par les évolutions des prix des matières premières et de l'énergie sont en fort ralentissement, tandis que des secteurs comme la technologie ou la santé continuent de bien se porter.

**Guillaume Kuperfils, Mayer Brown :** On n'a absolument pas atteint, pour le moment, la magnitude de la crise financière que nous avons traversée il y a plus de dix ans et où toute l'activité du LBO s'est arrêtée du jour au lendemain. Mais il y a quand même des deals qui ne seront pas lancés ou dont le processus sera arrêté compte tenu d'un contexte rendant les prévisions de cash flows très incertaines et très volatiles.

**MdA : Justement, la guerre en Ukraine, avec ses conséquences sur les prix des matières premières et la croissance mondiale notamment, a-t-elle d'ores et déjà provoqué un ralentissement de l'activité M&A ?**

**Fabrice Scheer, Alantra :** Nous avons un volant d'affaires très important. Il y avait un stock en préparation dans la continuité de l'euphorie 2021, avec des espérances de valorisation élevées. Ce stock est toujours là. Bien sûr, sur certains sujets en préparation, nous allons effectivement devoir décaler le process. C'est le cas par exemple sur des industries énergivores ou des sociétés dépendantes de matières premières qui connaissent une forte inflation ou une rupture des approvisionnements. On doit s'adapter à la situation et anticiper.

### Alban Neveux

- Alban Neveux est le directeur général du groupe Advention Business Partners présent à l'international avec ses bureaux en propre à New York, Shanghai, Dubaï, Londres et Paris. Son expérience professionnelle comprend vingt années de conseil en stratégie à l'échelle internationale. Il intervient sur les stratégies de croissance, les programmes de création de valeur, les fusions et acquisitions, l'intégration post-acquisition, les changements organisationnels et les enjeux de retournement, à la fois pour de grands groupes internationaux ainsi que pour des entreprises de taille intermédiaires. Il conseille également de nombreux fonds d'investissement sur du large cap, du mid cap et du small cap.
- L'expérience sectorielle d'Alban comprend notamment la consommation, la distribution, les services aux entreprises, la santé, le digital, la technologie ainsi que l'industrie.



**Bertrand Thimonier, Adviso Partners :** Je partage. A cette heure, nous ne constatons pas de tarissement du dealflow. Mais ce statu quo peut en partie s'expliquer par le fait que les opérations primaires ou les cessions issues des portefeuilles Smid Cap sont toujours programmées sur un horizon moyen de 6 mois, et donc que les deals en cours d'exécution ont été initiés avant le conflit. Même si les banques de financement répondent toujours présentes, les semaines qui viennent seront cruciales. Nous allons notamment être extrêmement vigilants sur l'évolution des comptes de résultat et des bilans des PME-ETI clientes ou prospects sous l'effet de la forte inflation du moment. La capacité des entreprises à y faire face conditionnera le lancement, ou non, de nouvelles transactions. Dans l'environnement actuel, notre rôle de conseil sera plus décisif que jamais, surtout dans un marché marqué ces dernières années par une envolée des valorisations et par une sélectivité accrue des investisseurs.

**Alban Neveux, Advention :** Il y a aussi des sujets dans l'alimentation. De

nombreux pays sont très dépendants du blé ukrainien. Ses productions nourrissent le marché mondial, sur l'attitude des banques. C'est encore trop tôt pour tirer des conclusions. Mais pour l'instant le marché reste actif.

**“Compte tenu du contexte géopolitique, ce qui peut surprendre c'est qu'aujourd'hui on ne voit pas de ralentissement majeur. Le “pipe” actuel reste très fourni.”**

*Alban Neveux*

notamment le Moyen Orient, l'Afrique et une partie de l'Asie. Pour mémoire, l'Ukraine était le cinquième producteur mondial de maïs, le huitième producteur de blé et le premier producteur de tournesol. 12% des exportations de céréales dans le monde viennent d'Ukraine.

**Fabrice Scheer, Alantra :** Par ailleurs, nous allons être attentif sur le financement des deals Smid Cap. Nous n'avons pas encore assez de recul

sur l'attitude des banques. C'est encore trop tôt pour tirer des conclusions. Mais pour l'instant le marché reste actif.

**Paul Lombard, Willkie Farr & Gallagher :** Le financement unitranche continue à fonctionner exactement comme avant, à l'exception évidemment des secteurs consommateurs d'énergie ou de matières premières comme le blé qui sont directement impactés. En revanche sur le marché bancaire la situation est plus contrastée, sur le Smid Cap cela continue à fonctionner à peu près comme avant. Comme en unitranche les seules vraies interrogations sont liées aux secteurs. C'est sensiblement différent dès lors qu'il y a un enjeu de syndication. En Smid Cap les syndication via des investisseurs dans la tranche C n'est pas réellement impactée à ce stade. Il y a un travail de pré-syndication en amont qui ne semble pas poser de problème. Mais dès lors qu'il y a un véritable underwriting, cela devient compliqué. En effet dans ce cas l'aléa sur ce que le marché va absorber ou pas au moment où la syndication sera



### Martin Naquet-Radiguet

- Associé au sein du département Transaction Services de PwC France depuis 2003. Martin est responsable du Private Equity pour PwC France & Maghreb et en charge de la stratégie de la practice Deals. Au cours des 25 dernières années, Martin Naquet-Radiguet a mené plus de 500 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 (Antin, Partners Group, Montagu, IK, Sagard, Motion EP, Qualium, Abenex, 3i, Adagia, Argos, etc.), ainsi que des grands groupes français qu'il accompagne notamment à l'international.
- Parmi les projets menés par Martin au cours des 12 derniers mois figurent notamment les due diligence buy-side sur HTL, EOS, Eudonet, In'Tech Medical, Blanchon ou Resilians ainsi que les VDD sur Vivalto Santé et New Immo Group.

lancée est sensiblement plus élevée et les banques sensiblement plus réticentes à prendre ce type de risque pour le moment.

**Martin Naquet Radiguet, PwC :** Ce que l'on voit d'ailleurs, c'est deux types de situations. Celle où les process sont décalés et celles où au contraire tout s'accélère pour pouvoir profiter de la fenêtre de qui est encore un peu ouverte.

**Paul Lombard, Willkie Farr & Gallagher :** Compte tenu de ce qui précède on trouve de la dette auprès de prêteur de natures diverses en dessous de 300 M€. Au-dessus ça reste bien entendu possible mais compte tenu de la raréfaction des acteurs actifs sur ce segment, ça se traite au cas par cas. Si c'est un actif star qui est bien connu du marché et des acteurs en dette privée, c'est possible sans difficulté particulière, encore faut-il cocher toutes les cases et il y a par nature moins d'actifs dans cette situation. Aujourd'hui cette raréfaction des prêteurs et des actifs rend les termes

du financement plus faciles à discuter pour le sponsor.

**“Ce qui est sûr c'est que l'on était déjà dans une période compliquée pour apprécier les trajectoires de performance avec 2020 et 2021; 2022 ne sera donc pas non plus une année normale. A un moment il va falloir se faire des convictions sur un peu de réalité plutôt que sur du retraité proforma ajusté...”**

*Martin Naquet-Radiguet*

**MdA : Olivier, vous avez traversé plusieurs cycles et plusieurs crises. Quel regard portez-vous sur la situation actuelle ?**

**Olivier Millet, Eurazeo :** Un regard inquiet. Il est évidemment encore trop tôt pour mesurer pleinement les conséquences de cette guerre, mais il est certain qu'elles seront importantes. J'ai cependant la conviction que nous allons gérer collectivement cette crise encore plus vite. Nous allons de crise en crise et je suis surpris de la facilité avec laquelle les acteurs du PE en sortent et parviennent à les transformer en facteur d'accélération. Je le mesure aujourd'hui en échangeant avec les managers de nos sociétés en portefeuille. Ils ont tous des ambitions de croissance... Nous avons la capacité de transformer une énergie de survie en énergie de développement; Nous n'avons que des entreprises qui accélèrent.. Pendant la crise Covid, les objectifs de transformation numérique que les entreprises s'étaient fixés à trois ou cinq ans ont été atteints en un an. L'Ukraine va finir de fabriquer l'Europe et la transition énergétique dont on parlait doucement il y a quelques mois va vraiment s'accélérer. Là où nous devons mettre 10 ans, 30 ans, nous allons réaliser la transition énergétique à une vitesse

### Pierre Decré

- Pierre Decré a plus de 30 ans d'expérience dans le private equity. Il a commencé sa carrière à la Financière Saint Dominique en 1989 qu'il a quitté 8 ans plus tard pour rejoindre SG European Private Equity. Depuis 2002, il est associé de Parquest et a accompagné des participations comme Polyexpert, Caillau, Erès, Accès Industrie, JVS, Advens, Tediber et Carat Capital Discrète, l'équipe de Parquest fait partie des équipes françaises les plus performantes sur le Lower Mid-Cap.
- Elle cible des sociétés de 20 à 200 M€ de valorisation. Parquest a notamment reçu notamment le prix de firme de Private Equity de l'année en 2017, récompensant le parcours de croissance de Vivalto Santé et Unither (3,8x). En 2021, Parquest a investi dans Advens, Epikure, Tediber et Carat Capital et cédé Fauché et Eduservices.



que l'on n'imaginait pas, en Europe et en France en particulier à la différence de nos amis allemands qui ont une industrie très carbonée et des besoins de capex importants pour pivoter leur industrie. Nous allons investir dans l'économie d'après, changer la taille moyenne des entreprises européennes. A la question, est ce que l'on va investir les sommes levées ? Je n'ai aucun doute là-dessus car les besoins de développement demandent beaucoup de capitaux. Nous avons une montagne de travail devant nous. Le besoin de transformer les entreprises via la tech, les build-up ou encore l'Esg ne va pas s'arrêter avec la crise, je dirais même qu'elle va l'accélérer.

**Alban Neveux, Advention :** Je partage complètement cette vision. D'ailleurs, chez Advention, nous appelons ce phénomène la 'transformation augmentée' ou la 'transformation à haute intensité'. Je suis frappé par la vitesse avec laquelle désormais les acteurs s'adaptent à chaque nouvelle crise.

**Guillaume Kuperfils, Mayer Brown :** La résilience est effectivement incroyable et l'accélération que l'on

**“ Comme on paye cher à l'entrée, nous avons l'obligation d'accélérer notre travail sur la transformation des entreprise pour générer la création de valeur. Et j'observe d'ailleurs que nos entrepreneurs sont de plus en plus à la recherche de partenaires qui les aident dans ce sens.”**

*Pierre Decré*

a vue est quand même assez liée à la politique d'achats d'actifs très généreuse initiée par les banques centrales au début de la pandémie du

Covid 19. Et on ne peut pas ignorer que cette politique est en train de s'arrêter pour éviter le retour d'une inflation trop élevée. D'ailleurs, la BCE a pris, le week-end dernier, la décision de relever progressivement ses taux. Elle n'a pas le choix, sinon on se retrouvera confronté à une inflation très forte, ce qui serait insoutenable socialement. On est dopé à l'argent public depuis deux ans et, même si on est tous d'accord pour dire que ça a été très efficace pour sauver des emplois et des pans entiers de l'économie, ça va s'arrêter. L'apport d'argent public depuis le début de la pandémie a sauvé de nombreux secteurs et été le moteur de la forte reprise du second semestre 2020 et de l'année 2021. Il va falloir s'adapter à ce que cela s'arrête ou, à tout le moins, à ce que ça diminue fortement. Cumulé aux effets du conflit actuel en Ukraine, ce ne sera pas sans conséquences sur l'activité économique, en général, et sur la vitalité du marché du LBO, en particulier.



### Vincent Delmas

- Diplômé du MBA de l'Insead et de la Kedge Business School, Vincent Delmas a rejoint KPMG France en 1995, en audit grand comptes tout d'abord et en Transaction Services ensuite à partir de 2005, département qu'il dirige depuis 2020. Il accompagne les fonds d'investissements ainsi que les grands groupes dans leurs opérations d'acquisition ou de cession, en France comme à l'international, dans le cadre d'opérations valorisées entre 50 millions et plusieurs milliards d'euros, notamment dans les secteurs de la distribution, des services, de la santé et des utilities.
- L'équipe Transaction Services de KPMG est composée de 350 personnes à Paris et dans les territoires, au travers des 200 bureaux afin d'être au plus près des réalités économiques des clients. L'équipe intervient à toutes les étapes de la transaction : dues diligences financière, ESG, EHS ou e-réputation à l'acquisition ou à la cession, assistance dans le cadre d'OPA, enjeux comptables et financiers de la transaction.

**Martin Naquet Radiguet, PwC :** Effectivement, l'inflation sur les prix est une réalité et le danger est que l'inflation sur les salaires suive. Et là on entrerait dans un cercle vicieux.

**Fabrice Scheer, Alantra :** En réalité, l'inflation était déjà là avant la crise ukrainienne. L'inflation sur les salaires était déjà élevée aux Etats-Unis en 2021, mais aussi sur l'Europe. Par ailleurs aux Etats-Unis comme en Europe, les entreprises peinent à recruter dans beaucoup de domaines, cela inévitablement entraîne une pression sur les salaires. Ce n'est que le début. Le problème démographique en Europe ne va rien arranger sur le long terme. Toutefois pour revenir à l'inflation, ce qui est intéressant de noter c'est que l'ensemble des économies la subissent en même temps, et donc pour le moment du moins aucune géographie n'est pénalisée en terme de compétitivité. Il faudra espérer une gestion la plus cohérente possible et coordonnée des banques centrales.

**Bertrand Thimonier, Adviso Partners :** Toujours est-il que ces deux crises, si on essaye de regarder

**“Accompagner les acteurs dans leur transformation ESG c'est accompagner la transition de l'économie qui sera, j'en suis convaincu, porteuse de fortes opportunités en matière de valorisation.”**

*Vincent Delmas*

positivement les choses, sont deux formidables opportunités pour 1/ accélérer la digitalisation 2/ décarboner notre industrie.

**Pierre Decré, Parquest :** Pour revenir sur la transformation en accéléré, je partage totalement ce qu'a dit Olivier. La question que l'on peut toutefois se poser c'est : est-ce la seule raison

de la hausse des valorisations? En 33 ans de métier, j'ai jamais vu une période d'euphorie économique aussi longue que celle là..Le Private Equity marche sur l'eau depuis 10 ans porté par une forte croissance de l'activité des entreprises et des valorisations. Et comme l'a dit Guillaume, cela a été très fortement alimenté par la forte liquidité et la baisse des taux mais quand les taux vont remonter, je serais intéressé de voir comment la prime de risque va se traduire sur une baisse éventuelle des multiples.

**Vincent Delmas, KPMG :** Quand on regarde l'histoire de l'Europe sur le long terme, il y a toujours eu des périodes troublées. S'agissant des valorisations, on a généralement un décalage entre ce que l'on observe en Bourse et sur le non coté, avec une interdépendance entre les deux. D'ailleurs en 2017, la baisse des valorisations sur le coté avait impacté la valorisation des sociétés du non coté, et cela avait figé les positions. Mon intuition c'est que nous allons connaître aujourd'hui une situation semblable, avec une baisse des

### Bertrand Thimonier

- Bertrand Thimonier est le président fondateur d'Adviso Partners. Passionné par les PME-ETI, les entrepreneurs et leurs projets de développement.
- Pendant 14 ans, il apporte son expérience à Crédit Agricole Private Equity puis à Sodica CF, ce qui lui permet de développer sa double vision : celle d'investisseur financier et celle de conseil en M&A. Animé d'une dimension entrepreneuriale, il crée Adviso Partners en 2015 pour vivre ce que vivent ses clients. Son ambition sera toujours de créer de la valeur pour les entreprises et les hommes qui les composent.
- Bertrand Thimonier ouvre 5 bureaux Adviso Partners en France et recrute une équipe de plus de 40 professionnels talentueux pour offrir les meilleurs conseils à ses clients et les accompagner dans la croissance de leurs entreprises.



volumes, d'autant que les sous-jacents des actifs sont impactés : l'inflation, le sourcing, les sujets de cybersécurité, les valorisations et le financement / la gestion des besoins en fonds de roulement. Ce sont les questions que nos clients nous posent tous les jours. Je pense que cela pourrait durer quatre ou cinq mois et dépendra essentiellement de la résolution du conflit. D'ailleurs, ce conflit ne concerne pas que les européens, cette crise est globale. Cependant les fonds de dettes pourraient nuancer cette situation en se substituant au financement bancaire traditionnel, mais à un coût majoré.

**Olivier Millet, Eurazeo :** Effectivement, c'est la Chine qui pourrait bien signer la "fin de la récré" car un baril à 150 dollars n'est pas soutenable économiquement. Je ne serais pas étonné que les dirigeants chinois interviennent auprès des dirigeants russes pour trouver une issue à ce conflit. Je pense que ce conflit pourrait bien durer moins longtemps qu'on l'imagine aujourd'hui

car les enjeux économiques sont très importants. Pour revenir sur le

**“Je trouve que le marché s'est vraiment polarisé. Les actifs stars n'ont plus de prix. Par contre, les actifs B et C sont plus compliqués à vendre. Il faut sans doute plus de touché de balle pour les sortir.”**

*Bertrand Thimonier*

contexte favorable qui aurait permis au PE d'enregistrer des performances incroyables lors de la dernière décennie, je pense qu'il n'explique pas tout. On doit assumer que l'on a fabriqué un métier d'actionnaire financier permettant la transformation rapide des entreprises avec une gouvernance efficace. Et cette réussite s'explique par le travail réalisé. D'ailleurs les

LPs nous confient toujours plus d'argent chaque année. Prequin prédit que notre industrie devrait encore doubler à horizon 2026. Reste le sujet du changement d'échelle : comment arrive-t-on à faire du sur-mesure pour aider les entreprises à croître à grande échelle ? Les américains ont réussi à le faire et je pense que nous devrions y parvenir en s'inspirant des KKR, Blackstone et autres grandes réussites. Car dans les années à venir, la création de valeur ne se fera pas sur le prix d'entrée. On ne va pas acheter moins cher, on va acheter un prix de marché. C'est la quantité de transformation et de conseils qui permettra de créer de la valeur. Et cela devrait se faire à une autre échelle.

**Alban Neveux, Advention :** Un autre élément de contexte aussi, pour rappel, avec 56% de part de marché, le marché américain est de très loin le plus grand marché boursier du monde - le Royaume-Uni pèse environ 4% tandis que la France et l'Allemagne ne représentent chacun que moins de 3%. Les Etats-Unis, c'est aussi le premier



### Guillaume Kuperfils

- Avocat au Barreau de Paris, Guillaume Kuperfils dirige le département Corporate & Securities du bureau parisien et est également co-responsable de la pratique Private Equity au sein de Mayer Brown. Guillaume était précédemment membre du Partnership Board de la firme (2015-2021).
- Guillaume intervient tant pour des fonds et des sociétés d'investissement de première importance que pour des groupes industriels ou de services à l'occasion de leurs opérations d'acquisition ou de cession d'actifs. Il conseille des investisseurs financiers et stratégiques dans le cadre de fusions et d'acquisitions, d'opérations de LBO, d'émissions de titres, de financements et de joint ventures, fréquemment dans le cadre d'opérations transfrontalières.
- Guillaume dispose en outre d'une grande expérience dans le domaine de l'acquisition par des fonds ou des sociétés d'investissement de participations dans des sociétés cotées (P to P's, Pipes).

marché du private equity au monde. En Europe et en France, nous avons une faiblesse qui peut s'avérer une chance : notre marché boursier étant en comparaison un nain, cela donne une opportunité énorme pour les plateformes de private equity françaises et européennes de se développer et de contribuer au financement de l'économie.

**Fabrice Scheer, Alantra :** J'aimerais rebondir sur les valorisations et les raisons pour lesquelles elles ont augmenté. Cela tient d'abord au fait que notre marché des opérations non-côtés s'est vraiment formaté industriellement ces dernières années. Plus de professionnalisme, plus de transactions, permettent d'attirer toujours plus de liquidité vers le non coté. Les différentes crises n'ont pas freinée ce mouvement. Sur les quinze dernières années, le marché a continué à se développer permettant cette montée des valorisations. Par ailleurs, sous l'impulsion du Private Equity, les entreprises se sont également montées en performance, plus de croissance,

plus d'internationalisation. La progression des valorisations est aussi

**“La résilience est effectivement incroyable et l'accélération que l'on a vue est quand même assez liée à la politique d'achats d'actifs très généreuse initiée par les banques centrales au début de la pandémie du Covid 19. Et on ne peut pas ignorer que cette politique est en train de s'arrêter pour éviter le retour d'une inflation trop élevée.”**

*Guillaume Kuperfils*

la traduction de la création de valeur par les entreprises elle-même..

**Olivier Millet, Eurazeo :** Exactement,

la valeur d'une entreprise, ce n'est pas la valorisation boursière qui fluctue au jour le jour. Elle est le reflet du potentiel de croissance à venir. La clé c'est la sélection et le travail sur le portefeuille. On travaille en amont, en aval pour identifier les leviers de création de valeur et surtout on met à disposition les ressources nécessaires à la transformation.

**Pierre Decré, Parquest :** Je ne peux que partager cette analyse. Pour pondérer légèrement l'optimisme ambiant, j'aimerais rappeler que lors des crises de 2007/2008 notre industrie a dû faire face à de vrais challenges. Pour moi la crise du covid n'était pas une vraie crise pour le Private Equity. Mais lors des autres crises, les multiples ont été divisés par deux. Si on a une vraie crise économique qui se profile, je ne vois pas pourquoi cela n'aurait pas les mêmes effets.

**Vincent Delmas, KPMG :** La différence c'est qu'aujourd'hui on a des fonds de dette qu'on n'avait pas il y a 15 ans. Cela devrait permettre de

### Paul Lombard

- Paul E. Lombard est associé au sein du département Corporate & Financial Services, dirige le groupe de pratique Finance européenne et l'équipe acquisition et corporate finance à Paris. Il se concentre principalement sur le financement d'acquisition et possède une expérience particulière dans l'intégration de technologies de financement innovantes dans la structure du capital. Son autre domaine d'activité est la restructuration de la dette. Il intervient également régulièrement dans des dossiers sur le marché des crédits syndiqués.
- Pour mémoire, l'équipe financement d'acquisition de Willkie Farr & Gallagher était lauréate des classements 2020 et 2021 sur le marché français. L'équipe a conseillé des fonds comme Eurazéo et IK dans le cadre du financement de l'acquisition de Novüm par Questel, CVC dans le cadre du financement de l'acquisition de Cooper ou encore Pemberton dans le cadre du financement de l'acquisition d'Aromazon.



maintenir une activité plus soutenue. Mon intuition c'est que le volume va diminuer mais que les deals vont continuer à se faire. La question est de savoir combien de temps cela durera...

**Alban Neveux, Advention :** Pour aller dans ton sens, on ne peut que constater que ces dernières années, le capital 'privé' s'est énormément développé, et notamment la dette privée. Les données issues de Preqin illustrent clairement la croissance du private capital, c'est le segment qui connaît la plus forte croissance. L'évolution de ces chiffres est très éloquent et illustre bien la "privatisation" croissante de l'économie, il s'agit désormais d'une tendance structurelle qui maintenant a la capacité de s'auto-entretenir.

**Fabrice Scheer, Alantra :** Et si on regarde un trend sur 20 ans, la hausse des valorisations est continue, ininterrompue et ne dépend pas seulement de la politique de la BCE ces deux dernières années.

**Pierre Decré, Parquest :** Oui mais

bas. Rappelons que récemment, dès que

**“Le financement unitranché continue à fonctionner exactement comme avant, à l'exception évidemment des secteurs consommateurs d'énergie ou de matières premières comme le blé qui sont directement impactés. En revanche sur le marché bancaire la situation est plus contrastée.”**

*Paul Lombard*

les taux ont un peu remonté aux Etats-Unis, les valorisations de la tech ont dévissé. Mais je suis d'accord que comme on paye cher à l'entrée, nous avons l'obligation d'accélérer notre travail sur la transformation des

entreprise pour générer la création de valeur. Et j'observe d'ailleurs que nos entrepreneurs sont de plus en plus à la recherche de partenaires qui les aident dans ce sens.

**Martin Naquet Radiguet, PwC :** La professionnalisation du private equity concerne l'ensemble de l'écosystème, et l'ensemble du cycle, de l'entrée à la sortie, sur tous les aspects du développement et de la transformation. Et ce qui est au moins aussi important c'est que le private equity est aujourd'hui beaucoup plus efficient que les marchés financiers.

**Fabrice Scheer, Alantra :** C'est certain que la gouvernance d'une entreprise sous LBO est bien meilleure que celle des sociétés cotées..

**Alban Neveux, Advention :** Effectivement, pour prendre un exemple sur le small cap, par rapport à il y a dix ans, en termes de professionnalisation des pratiques, aujourd'hui c'est le jour et la nuit, et ceci est un phénomène long et pérenne.



**Fabrice Scheer**

- Fabrice est associé gérant d'Alantra. Il possède une longue expérience en fusions & acquisitions, ayant conseillé plus de 120 transactions (Santé, Business services, ... ect.) au cours de ses 20 ans de carrière. Il a conseillé de nombreuses transactions pour des entrepreneurs français et maisons de Private Equity.
- Avant de rejoindre la banque d'affaires Alantra, Fabrice a créé et dirigé l'équipe Française UBS Investment Banking Mid-Cap de 2005 à 2019. Il a également travaillé 6 ans au département fusion acquisition de Ernst and Young et 5 ans à la BDPME (CEPME - Sofaris) dans le département de financement industriel. Il est notamment intervenu récemment sur les deals Franck Provost/Core Equity, Elsan/C2S, INICEA/Korian, Laboratoire Lescuyer, Dathim/Cegid ; Odysseor/Colisée...etc

**Guillaume Kuperfils, Mayer Brown :** Les dirigeants ont beaucoup changé tout simplement car c'est très rare aujourd'hui d'avoir une cible qui soit une ETI présente uniquement sur le marché français et donc totalement exposée à celui-ci. Il faut donc des qualités de développeur à l'international qu'ont désormais beaucoup de nos dirigeants d'ETI dont le siège est en France. La sophistication croissante des équipes de management leur permet d'aborder des sujets toujours plus complexes en termes de marchés et de géographies. Il y a une professionnalisation incroyable du management qui, s'accompagne également d'une très bonne connaissance des mécanismes du LBO sur tous les segments du marché.

**Olivier Millet, Eurazeo :** Aujourd'hui c'est à la fois difficile de gérer une entreprise car il faut avoir une vision à 360° et facile puisque l'accès à l'intelligence est beaucoup plus partagée. Le match c'est la rencontre entre le talent managérial et le talent de ce marché du PE qui apporte du temps. La force du private equity

c'est qu'il s'inscrit dans la durée. De toute façon, en dessous du milliard, la Bourse n'a pas d'intérêt pour une entreprise.

**“Sur certains sujets en préparation, nous allons effectivement devoir décaler les enchères. C'est le cas dans l'industrie énergivore par exemple ou des sociétés dépendantes de matières premières qui ont connu une forte inflation.”**

*Fabrice Scheer*

**Alban Neveux, Advention :** Chez Advention nous avons fait l'analyse, et en Europe il y a en effet une inefficience des marchés boursiers. A titre d'illustration, sur Euronext sur dix ans, les deux-tiers des introductions en bourse sont destructrices de valeur. Pour le private equity, ce niveau de

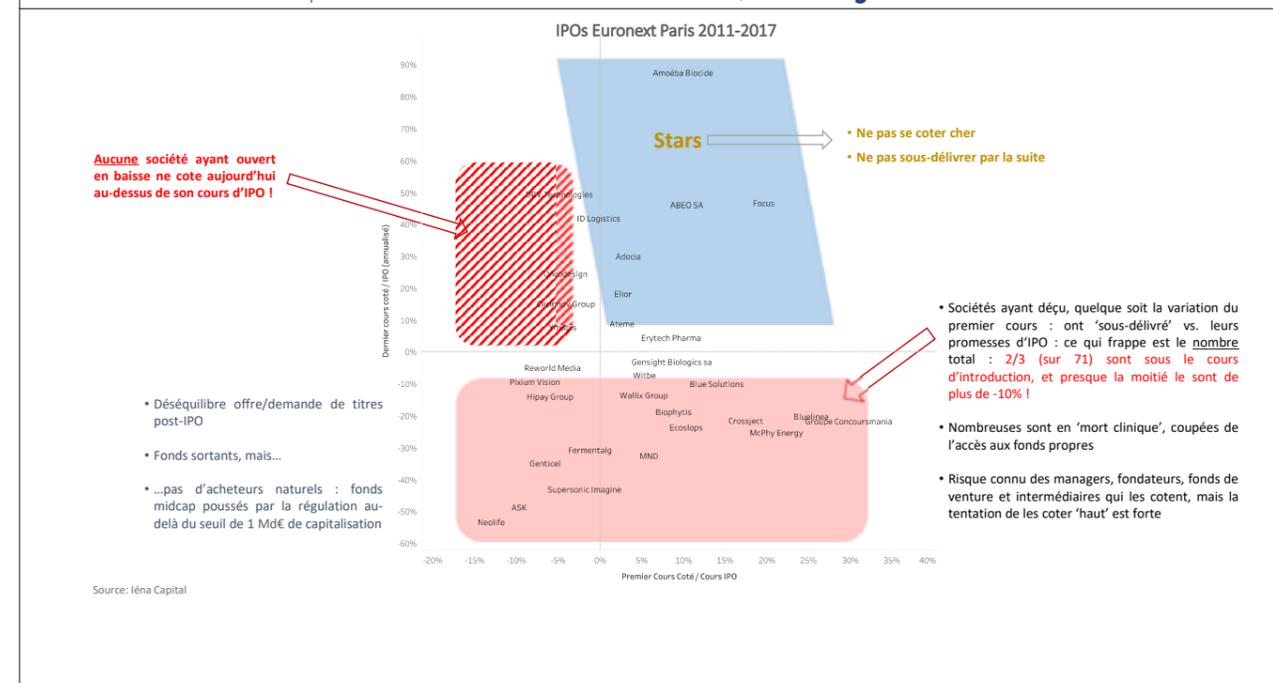
sous-performance est juste impensable.

**MdA :** Dans cette période troublée, je crois que pour un dirigeant, le fait d'être accompagné par un actionnaire financier et ses conseils est important. Aujourd'hui, la principale inconnue est la durée de cette crise, et la gestion des conséquences telles que l'inflation...

**Alban Neveux, Advention :** C'est vrai que l'inflation fait à nouveau partie des sujets prégnants. Depuis 2008, dans les analyses le sujet de l'inflation avait juste disparu, et désormais l'inflation revient partout. Nous ne mesurons pas la chance que nous avons vécu pendant toutes ces années, et dans nos réflexions, il va falloir ré-apprendre à vivre avec des niveaux d'inflation significatifs.

**Olivier Millet, Eurazeo :** La chance que l'on a c'est que l'on n'est pas représentatif du marché puisque l'on sélectionne énormément et nos performances sont lissées sur un panier de valeurs. Il y a un marché à 2 étages qui va émerger avec des équipes qui

**IPO : nécessaires pour construire des leaders mondiaux, mais dangereux avant le seuil de 1 Md€**



vont surperformer et d'autres moins.

**Vincent Delmas, KPMG :** Le sujet du multiple c'est le sujet du dirigeant, les valorisations d'entreprises du même secteur entraînant une hausse naturelle de la sienne, et générant des attentes fortes des actionnaires. Difficile de prédire l'ampleur de la baisse du volume à ce stade.

**Bertrand Thimonier, Adviso Partners :** On prend plus de temps pour préparer un process. Mécaniquement, on diffère le lancement de certains deals. Ces deux phénomènes vont nécessairement se ressentir sur la volumétrie du deal flows à court terme.

**Olivier Millet, Eurazeo :** L'environnement n'est pas simple mais personne ne pose le crayon. Tout le monde essaye d'être intelligent sous pression. On est payé 2% de frais de gestion et expliquer à nos LPs que l'on n'investit pas, ils ne comprendraient pas. On va rentrer dans une période où



on va travailler sans doute encore plus les portefeuilles. On va être contraints de reporter la vente de certains actifs de quelques mois. Cela va forcément freiner un peu. Mais le besoin de transformation, d'accélération, d'investissement ne va pas disparaître et va probablement croître dans les mois à venir.

**Martin Naquet Radiguet, PwC :** Ce qui est sûr c'est que l'on était déjà dans une période compliquée pour apprécier les trajectoires de performance avec

2020 et 2021 impactées par le Covid. Et 2022 ne sera donc pas non plus une année normale. A un moment il va falloir se faire des convictions sur un peu de réalité plutôt que sur du retraité pro-forma ajusté ... Comment le groupe est impacté par l'inflation ? Peut-il passer des augmentations de prix ? Il faut attendre la traduction des conséquences de ce conflit dans les résultats, revenir au monde réel. Dans un univers où le financement est plus compliqué à obtenir, il va y avoir un ralentissement, différencié selon la taille.

**Olivier Millet, Eurazeo :** Et les secteurs. Certains secteurs ne sont pas affectés. On a signé un deal samedi soir dans les logiciels. Malgré la crise.

**Guillaume Kuperfils, Mayer Brown :** Cela dit, c'est vrai qu'il y a peu de secteurs qui ne sont pas exposés à la crise actuelle et à ses conséquences sur le coût des matières premières et de l'énergie.

**MdA : Paul, vous voulez rebondir sur le financement ?**



### Olivier Millet

- Olivier Millet est Membre du Directoire d'Eurazeo depuis mars 2018. Il dirige l'activité Small-mid buyout. Il a été Président de France Invest (ex AFIC) de 2016 et 2018, Vice-Président de l'AFIC de 2014 à 2016 et Président de la commission ESG de l'AFIC de 2009 à 2015. Olivier Millet a débuté sa carrière comme entrepreneur en 1986 en créant Capital Finance. Il a ensuite rejoint 3i, avant d'intégrer Barclays Private Equity France où il a participé pendant 11 ans au développement et au succès de ce fonds pan-européen.
- En 2005, Olivier Millet devient président du directoire d'OFI Private Equity société d'investissement cotée en 2007 et devenue en 2011 Eurazeo PME, désormais filiale du groupe Eurazeo. Olivier Millet a également été membre du Conseil Executif du MEDEF entre 2018 et 2020.
- Formation : Ecole Supérieure de Commerce et de Marketing



**Paul Lombard, Willkie Farr & Gallagher :** C'est intéressant de faire un parallèle. De la même façon que le marché boursier, le marché de la dette bancaire a tendance à sur-réagir surtout sur le large cap compte tenu des problématiques de syndication et de dépendance à un marché d'investisseurs même si ce n'est pas un marché réglementé. En revanche, en private debt comme en private equity, les prêteurs travaillent dans une logique différente. Ils ne sont pas uniquement des distributeurs de crédit dans l'optique de revendre ce crédit à des investisseurs tiers, ils sont aussi investisseurs à long terme. Ils ont vocation à accompagner l'entreprise dans la durée. C'est pour cela qu'il y a un succès grandissant de ce type de financement car il y a un alignement d'intérêt avec les investisseurs en equity ce qui est de nature à créer des relations saines et dynamiques dans la vie du deal. Ca peut bien tendu également être le cas avec un partenaire bancaire mais c'est moins systématiquement le cas surtout quand le deal a été largement syndiqué.

**Olivier Millet, Eurazeo :** Plus il y a de l'equity à déployer, plus il faut de la "private debt". De façon consubstantielle on achète cher. Donc il faut être capable de rester et travailler dans la durée pour créer de la valeur.

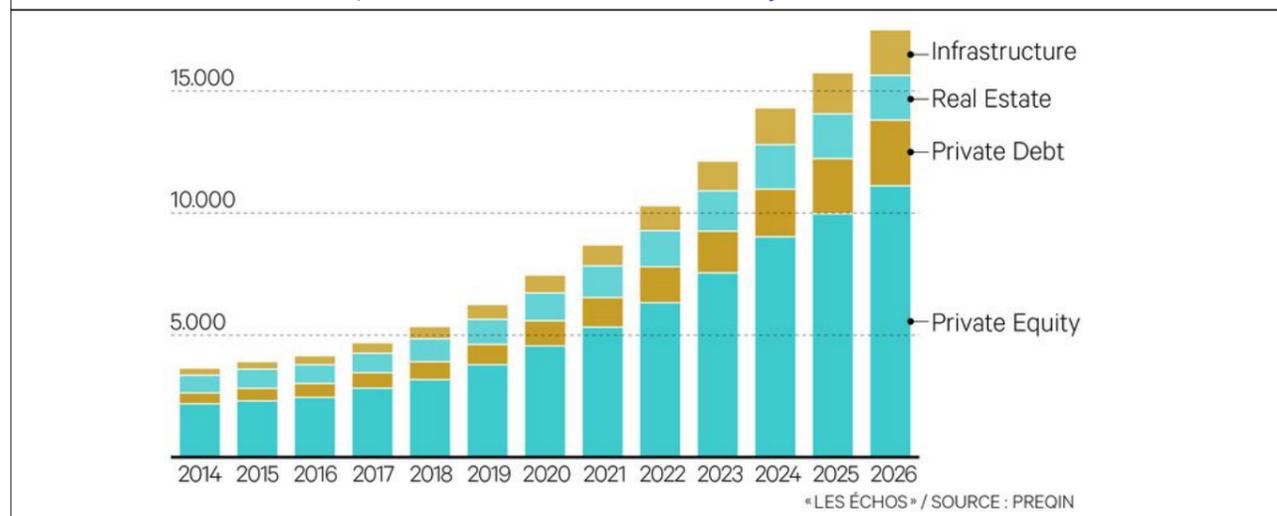
**“Pendant la crise Covid, les objectifs de transformation numérique que les entreprises s'étaient fixées à trois ou cinq ans ont été atteints en un an. L'Ukraine va finir de fabriquer l'Europe et la transition énergétique dont on parlait doucement il y a quelques mois va vraiment s'accélérer.”**

*Olivier Millet*

Le banquier n'est pas au bon rythme et est frileux à l'idée de financer un build up à l'étranger. Alors que si

vous avez un pool d'investisseurs en private debt, vous avez un partenaire. La rentabilité de cette classe d'actifs n'est liée qu'à son utilité et son professionnalisme. Il y a quatre cents guichets de PE en France et c'est aussi la force du système. Pour compenser l'absence de fonds de pension, nous avons fabriqué l'industrie du private equity la plus dynamique d'Europe. Elle se finance pour moitié à l'aide des capitaux étrangers. Heureusement les choses sont en train de changer et l'épargne est en train d'arriver sur cette classe d'actifs. France Invest a d'ailleurs estimé qu'il y a 1 milliard d'euros en train d'arriver des particuliers. Tout cela ne peut se faire qu'en conscience. On est à 15% des emplois privés aujourd'hui. La part d'impact de notre marché est tous les jours un peu plus importante.

**MdA :** Il y a plusieurs années, Eurazeo Small & Mid Cap avait estimé à plusieurs millions la valeur créée sur son portefeuille grâce à l'ESG. Quelle est la part de la création de valeur via l'ESG aujourd'hui ?

Croissance prévisionnelle des AUM du **Private Capital** en milliards de dollars

**Olivier Millet, Eurazeo** : C'est difficile à mesurer précisément. J'ai créé le premier bilan carbone en 2008. A l'époque on nous disait cela nous coûtait de l'argent et on expliquait que c'était de l'investissement et que l'ESG crée de la valeur. Aujourd'hui, on peut se féliciter de ne plus avoir à convaincre, tout le monde a compris que c'était un must have. Une entreprise qui n'est pas ESG compliant n'aura pas d'investisseurs, pas de clients. La bonne nouvelle, tout le monde travaille sur le sujet.

**Alban Neveux, Advention** : Les choses évoluent vite, et nous observons cela également chez les corporate. A titre d'illustration, dans un grand groupe comme L'Oréal, ce qui m'a impressionné, c'est à quel point en quelques années, le rôle de l'ESG est devenu une réalité très concrète dans tous les modes de fonctionnement du groupe. Cela impacte leur mode de pensée, de travail, de rémunération. Du directeur général au jeune stagiaire, cela respire à toutes les strates du groupe et c'est une authentique réalité. Dans le private equity, nous observons également une très forte accélération dans ce sens.

**Martin Naquet Radiguet, PwC** : L'évangélisation est faite. Désormais

chacun doit avoir une feuille de route ESG avec différents sujets à travailler, et des résultats à mesurer.

**Olivier Millet, Eurazeo** : Le sujet est adressé par tous.. Mais la décarbonation c'est très cher. Notre industrie a un rôle à jouer pour aider nos entreprises à réaliser cette évolution. Nous apportons beaucoup d'aide à la transformation avec des ressources internes ou externes.

**Alban Neveux, Advention** : Un an après le démarrage du Covid, nous avons déjà fait ce constat, et du fait du soutien actif apporté par les acteurs du capital investissement, la crise a clairement contribué à l'image du private equity.

**Vincent Delmas, KPMG** : Les critères ESG et les normes à venir vont en effet démultiplier les valorisations : nouvelles normes CSRD applicable dès 2023, obligations de publier des rapports ESG, certifications et publications des rapports par des organismes tiers indépendants (OTI). La réglementation va concerner 4 fois plus d'entreprises, engendrant ouverture de marché et nouvelles poches de développement. La révolution est en marche, et la question n'est plus de savoir si on le fait mais

les conséquences à prévoir si ces transformations ne sont pas conduites à très court terme, et avec la bonne anticipation. A ce titre, accompagner le changement des acteurs dans cette transformation est aussi une manière d'accompagner la transition de l'économie, et sera, j'en suis convaincu, porteurs de fortes opportunités en matière de valorisation.

**Paul Lombard, Willkie Farr & Gallagher** : Ce qui est frappant c'est la vitesse à laquelle ça s'est fait. Il y a deux ans encore, c'était une nouveauté que le marché regardait avec curiosité. Aujourd'hui l'ESG est rentré dans les mœurs en financement, la seule discussion c'est de savoir si on adopte le template du sponsor, celui du prêteur... ou celui du directeur financier.

**MdA : Avec la montée en puissance de l'ESG, y a-t-il aussi une montée en puissance de l'Impact M&A ?**

**Bertrand Thimonier, Adviso Partners** : La réponse est évidemment « oui » ! Désormais, s'il n'y a pas d'ESG, il n'y a pas de LPs, et par conséquent pas d'argent pour soutenir les stratégies de croissance externe des PME-ETI, qui sont les principaux



acteurs des transformations durables. Chez Adviso Partners, cette prise en compte n'est toutefois pas nouvelle. Dès notre création, en 2015, nous avons veillé à placer la notion d'« impact » au cœur de notre ADN. C'est la raison pour laquelle nous avons créé la branche d'activité « Adviso Impact ». Convaincus que les performances financières, sociales et environnementales doivent ne faire qu'une, nous accompagnons dans le cadre de levées de fonds, recompositions de capital et deals M&A des entreprises dont l'activité principale a un impact fort et positif sur les personnes et l'environnement d'une part, et des entreprises plus traditionnelles qui souhaitent s'engager dans une transition environnementale et sociale d'autre part. Avec plus de 10 opérations à son actif en moins d'un an, l'activité d'« Adviso Impact » connaît une croissance extrêmement soutenue. Et la guerre en Ukraine, qui succède à la crise sanitaire, n'enrayera pas cette tendance puisque ce drame va obliger la collectivité dans son ensemble - et donc les entreprises - à

réduire sa consommation d'énergies fossiles, ce qui influera positivement sur notre empreinte carbone.

**MdA : Pour finir, diriez-vous que les jours heureux du Private Equity sont toujours devant nous ?**

**Alban Neveux, Advention** : Pour le private equity, sur le long terme nous restons globalement positifs et il y a un avenir plutôt radieux. Cette classe d'actifs va continuer de croître car elle contribue énormément à l'économie et aux PME/ETI soutenues. Elle apporte à la fois un niveau de professionnalisation, une vitesse d'exécution et des volumes de capitaux importants pour financer la transformation.

**Paul Lombard, Willkie Farr & Gallagher** : Le Private Equity a le mérite de professionnaliser l'actionariat et de « cross-polliniser » les bonnes pratiques d'une transaction à l'autre et sur le portefeuille des investisseurs. Cette source de savoir et de savoir-faire ne peut qu'aider

grandement les entreprises qui ont la chance de bénéficier de cet actionariat dynamique à passer les crises. ce d'autant plus s'il a des ressources en capital qu'il peut mobiliser pour faire face à l'adversité et profiter des opportunités.

**Pierre Decré, Parquest** : Notre industrie a montré que l'on était réactif pour gérer les crises et réactif pour préparer la croissance de demain. Je suis un grand défenseur de la valeur qu'apporte notre métier mais il faut s'attendre à cela mettre plus de temps dans les années qui viennent, savoir ajouter plus de capital car on ne sera pas aidé par la politique de taux BCE comme depuis 10 ans. Les cycles de détention vont être probablement plus longs.

**Martin Naquet Radiguet, PwC** : En relatif, même si elle connaît un cycle moins favorable, cette industrie sera toujours sur-performante aux autres classes d'actifs. Le Private Equity a encore de très beaux jours devant lui ! ■

CE FONDS DE DOTATION SOUTIENT  
 DES ŒUVRES D'INTÉRÊT GÉNÉRAL

LA SANTÉ  
 L'ÉDUCATION  
 LA PROTECTION DE L'ENVIRONNEMENT  
 LA PROMOTION DU SPORT  
 L'INCLUSION SOCIALE



Le fonds de dotation reçoit les dons, donations et legs, de la part des :

- Entreprises, qui peuvent bénéficier d'une réduction d'impôt de 60 % du montant des dons, dans la limite de 5 % du chiffre d'affaires
- Particuliers, qui peuvent bénéficier d'une réduction d'impôt sur le revenu (IRPP) de 66 % du montant des dons, dans la limite de 20 % du revenu imposable

32, rue de Caumartin - 75009 PARIS  
 +33 (0)1 83 62 82 59 - contact@jasmincapital.com

[www.jasmincapital.com/mecenat](http://www.jasmincapital.com/mecenat)

## LE PRIVATE EQUITY FACE AU DÉFI de l'inflation

Pour Hugh MacArthur, Mike McKay, and Karen Harris de Bain, les rendements du private equity ont largement bénéficié de l'augmentation des multiples induite par les taux. Mais cela va-t-il changer dans les mois et années à venir ? Éléments de réponses.

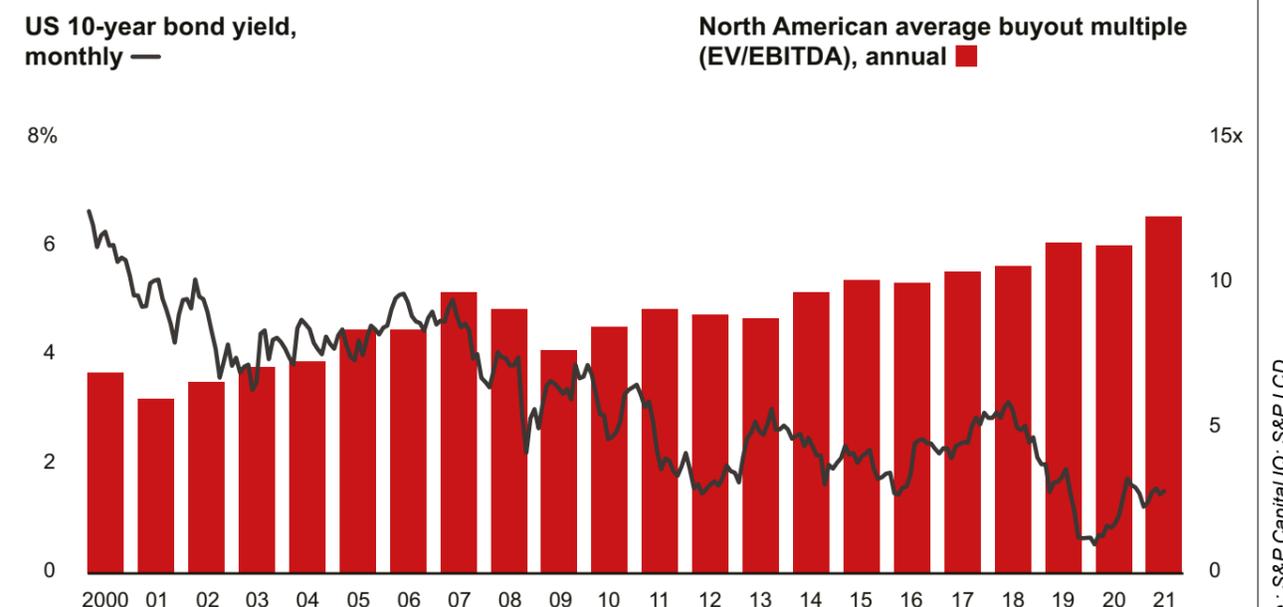
Si le monde de l'investissement a eu une constante au cours des deux dernières décennies, c'est la baisse des taux d'intérêt. Pendant des années, le risque mondial de déflation sur les marchés développés a généralement dépassé le risque de hausse des prix, persuadant les banquiers centraux du monde entier de garder les robinets monétaires ouverts, entraînant les taux d'intérêt réels à des niveaux historiquement bas. La plupart des investisseurs se souviennent à peine des jours d'inflation et des taux à deux chiffres des années 1970 et 1980. Leurs carrières professionnelles ont été définies par la surabondance de capitaux qui a dynamisé les marchés

mondiaux depuis l'avènement du boom des dot-com à la fin des années 1990. Bien que la ligne soit irrégulière dans les deux cas, la pente descendante persistante des taux d'intérêt s'est accompagnée d'une hausse constante des prix des actifs, créant une richesse massive dans le monde entier.

Considérons les 20 dernières années de mouvements des taux d'intérêt. Alors que le rendement du Trésor à 10 ans est passé de 6 % en 2000 à environ 1,5 % aujourd'hui, le multiple moyen de rachat par emprunt a grimpé à 12,3 fois le bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement (EBITDA), contre

6,8x en 2000— une augmentation de 1,8 fois. Mais les perspectives d'inflation ont radicalement changé à la suite de la pandémie de Covid-19 et de la guerre en Ukraine. Les flambées des prix à la production et à la consommation suggèrent que l'ère de l'argent facile touche à sa fin. Il est certainement discutable de savoir si les augmentations de prix sont le résultat temporaire de la rupture de la chaîne d'approvisionnement mondiale et d'autres perturbations liées à Covid, mais il est clair que les entreprises de l'ensemble de l'économie se démènent pour faire passer des augmentations de prix reportées depuis longtemps qu'elles hésiteront à inverser. Et

The drop in Treasury yields over the past two decades has helped push deal multiples to record levels



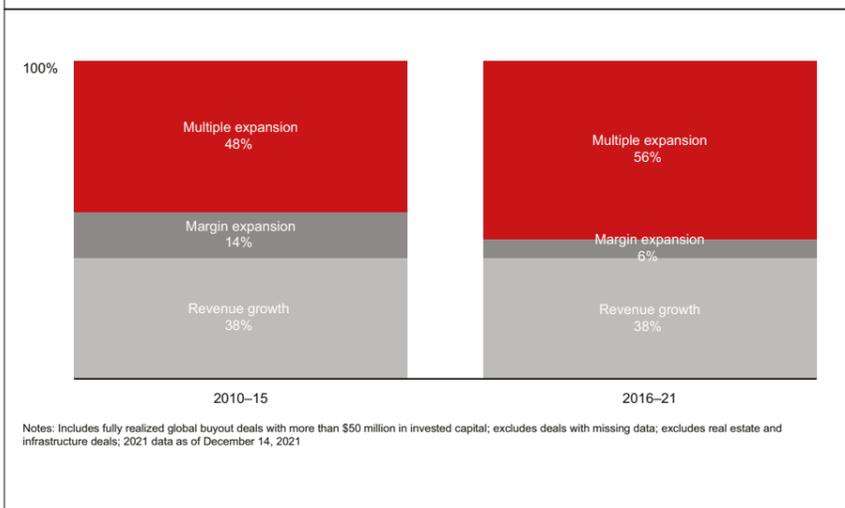
bien que les impacts macro de la guerre soient impossibles à évaluer, il est probable que les perturbations maintiennent une pression à la hausse sur les prix, tout en créant une crise humanitaire qui secoue l'Europe et le monde.

Cela explique pourquoi les Traders ont vendu leurs positions au cours des derniers mois chaque fois que l'indice des prix à la consommation ou le dernier rapport brut annonçait des pressions inflationnistes. La préoccupation, bien sûr, est la finance élémentaire - lorsque les taux d'actualisation baissent, les prix des actifs augmentent, et vice versa. Toutes choses étant égales par ailleurs, le montant que les investisseurs sont prêts à payer pour un actif augmente avec la valeur actuelle de ses bénéficiaires, ce qui signifie que la hausse des taux réduit la valeur des actifs aujourd'hui. Cela change la donne : plutôt que d'évaluer dans un marché soutenu par des multiples en hausse, les investisseurs devront peut-être nager à contre-courant alors qu'ils cherchent à augmenter la valeur.

### GÉNÉRER DES RENDEMENTS DANS UN TEL ENVIRONNEMENT PEUT-ÊTRE BEAUCOUP PLUS DIFFICILE. QUELLE DIFFICULTÉ ?

Pour les investisseurs en capital-investissement, cette question devrait être au premier plan. Que vous pensiez ou non que l'inflation est une préoccupation persistante, il est indéniable que le capital-investissement est confronté à une double menace liée à la hausse des taux et des coûts. D'une part, les négociateurs qui ont puissamment profité de la hausse des multiples au cours des deux dernières décennies risquent le contraire si les valorisations s'aplatissent. D'autre part, les pressions inflationnistes sur

Multiple expansion has been the largest driver of buyout returns over the past decade, and its contribution is only growing



Source : CEPRES Market Intelligence

les coûts et la pression sur les marges qui en résulte constituent une menace réelle pour à peu près n'importe quelle société de portefeuille.

L'exposition de l'industrie est évidente dans les données montrant la composition des rendements. Selon CEPRES Market Intelligence, l'augmentation des multiples a été de loin le plus grand contributeur aux rendements des rachats par capital-investissement au cours de la dernière décennie, éclipsant la croissance des revenus et l'amélioration des marges en tant que sources de création de valeur. Au cours des cinq dernières années, la tendance s'est encore accentuée. Alors que l'augmentation des multiples représentait 48 % de la création de valeur dans la transaction moyenne de 2010 à 2015, ce nombre est passé à 56 % de 2016 à 2021. Le déséquilibre doit beaucoup au vent arrière constant fourni par la hausse des multiples d'actifs, qui peut permettre aux GPs d'acheter une société de portefeuille et de voir une augmentation de la valeur même si peu de choses ont changé dans sa performance opérationnelle.

Quelque chose d'autre se passe également : les investisseurs sont en fait devenus moins aptes à améliorer les performances des sociétés de

leur portefeuille. En comparant ces mêmes périodes de cinq ans, les données du CEPRES montrent que la croissance des revenus et des marges des sociétés de rachat a chuté de 14 % et 51 %, respectivement. Au cours de la dernière décennie, les fonds de capital-investissement ont donc non seulement développé une dépendance démesurée à l'expansion multiple pour générer des rendements, mais ils ont également perdu du terrain lorsqu'il s'agit d'ajouter de la valeur organique. Inverser cette tendance dans les années à venir ne sera pas plus facile. Bien avant l'arrivée des troupes russes en Ukraine, les entreprises subissaient déjà une pression importante sur les coûts de leurs portefeuilles en raison de la hausse du prix des intrants. Dans le sillage de l'invasion, les prix des denrées alimentaires et de l'énergie ont encore augmenté, et bien qu'ils puissent redescendre dans les mois à venir, il est peu probable qu'ils retombent sous les niveaux d'avant-guerre de sitôt. Pendant ce temps, les tendances démographiques promettent également de rendre le capital plus cher. Les baby-boomers du monde passent de leurs années de pointe d'épargne (45 à 59 ans) à la retraite, lorsque leurs dépenses pourraient aggraver les pressions inflationnistes. L'Allemagne, en particulier, ressent

les premiers effets de ce changement. Hormis l'inflation, de nombreux autres facteurs mondiaux posent également des défis aux entreprises qui tentent d'améliorer leur rentabilité.

L'effet Covid et les tensions géopolitiques ont forcé les entreprises à se demander si elles devront revenir sur des années d'optimisation des coûts pour consolider leurs chaînes d'approvisionnement mondiales. La réglementation coûteuse s'est accélérée à l'échelle mondiale à mesure que les gouvernements réagissent aux préoccupations environnementales et de sécurité. Les initiatives de développement durable et ESG peuvent augmenter les coûts dans l'ensemble de l'organisation, même si elles confèrent d'autres avantages importants. Les pénuries de main-d'œuvre, bien que partiellement compensées par l'automatisation, exercent une pression à la hausse sur les salaires. Dans le même temps, les tensions politiques, les tendances démographiques et le recul de la mondialisation ont déjà commencé à restreindre le flux de capitaux bon marché, alors même que les pénuries de main-d'œuvre et la poussée vers l'automatisation augmentent simultanément la demande. De nombreux signes précurseurs indiquent que les préoccupations géopolitiques et de sécurité nationale pourraient devenir des obstacles aux flux de capitaux mondiaux. C'est ainsi que la Chine a pris des mesures contre la société de covoiturage Didi Chuxing, car l'Allemagne bloquait l'acquisition par la Chine de la société de technologie satellite et radar IMST.

Les nouvelles sanctions contre la banque centrale russe auront des implications à long terme pour la sécurité perçue des réserves détenues par certains gouvernements dans des pays étrangers. Ensemble, ces facteurs pourraient rendre considérablement plus difficile dans les années à venir

pour les médecins généralistes de fournir les types de rendements auxquels leurs LPs s'attendent. Après trois décennies d'inflation négligeable, les sociétés de capital-investissement et les sociétés de portefeuille devront apprendre à gérer efficacement dans un contexte de hausse des prix et des taux. De nombreuses entreprises devront également devenir beaucoup plus aptes à générer de la performance en aidant les sociétés en portefeuille à apporter les améliorations opérationnelles et stratégiques qui génèrent une croissance soutenue de l'EBITDA. Au milieu des signes avant-coureurs clairs du marché, les entreprises devraient se poser plusieurs questions clés.

### COMMENT, L'INFLATION PEUT-ELLE AFFECTER LES PARTICIPATIONS DES FONDS ET COMMENT FAIRE FACE À CES RISQUES ?

Compte tenu à la fois de la menace et de l'opportunité que représente l'inflation pour les investisseurs en capital-investissement, il s'agit clairement de la question n° 1. Et il sera payant d'agir rapidement. Les entreprises qui attendent que leurs fournisseurs leur envoient des augmentations de prix se rendront compte qu'il est déjà trop tard

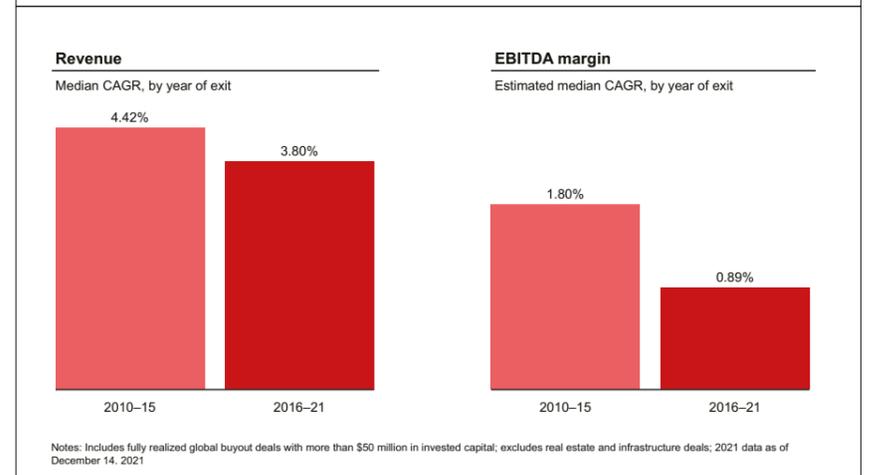
pour anticiper le problème. À l'heure actuelle, les marchés et les clients sont persuadés du caractère inévitable de la hausse des prix, offrant une opportunité sans précédent de saisir les augmentations. Cependant, pour en tirer pleinement parti, la plupart des entreprises devront probablement apprendre à gérer efficacement dans une période de hausse persistante des prix. Ayant essentiellement ignoré l'inflation pendant trois décennies, ils devront adopter un nouvel état d'esprit et acquérir de nouvelles compétences.

### DE NOUVEAUX DÉFIS

Le défi immédiat pour les sociétés de capital-investissement est de diagnostiquer l'exposition à l'inflation dans l'ensemble de leur portefeuille, puis d'imaginer des stratégies pour réagir rapidement. Cela commence par la mise en place d'une « tour de contrôle » au niveau du fonds pour recueillir rapidement les informations essentielles : Quelles entreprises voient leurs coûts d'approvisionnement augmenter ? Qui travaillent déjà sur des initiatives de tarification ? Qu'entendent-ils sur le marché ?

Au niveau des sociétés du portefeuille, l'impératif est de diagnostiquer les pressions sur les coûts et les

Buyout company revenue and margin growth have fallen off over the past five years



Source : CEPRES Market Intelligence; Bain analysis

opportunités de tarification produit par produit, client par client. Les mouvements de tarification globale ne fonctionnent pas. Les entreprises doivent être chirurgicales en se basant non seulement sur les coûts des intrants, mais également sur des facteurs tels que la valeur d'un client ou d'un segment, les performances historiques et la position de l'entreprise sur le marché concerné. Pour une société de biens durables détenue par des capitaux privés et opérant aux États-Unis et en Europe, ce processus a commencé après que les dirigeants ont commencé à constater des augmentations de prix des fournisseurs dans des secteurs isolés de son activité.

Avant que le problème ne se propage plus largement, l'entreprise doit d'abord déterminer un prix plancher en fonction de la hausse des intrants et de la prévision d'inflation. Elle fixe un prix plafond ambitieux pour couvrir l'inflation future en fonction de l'environnement concurrentiel. Enfin, elle doit proposer des évolutions tarifaires concrètes et réalistes pour chaque client et segment, en étroite

concertation avec le front. Cette dernière partie est essentielle. Cela conduit aux meilleures décisions et sécurise l'adhésion des vendeurs qui éviteraient naturellement les conversations sur les prix s'ils pouvaient l'aider. Dans le cas d'espère, l'entreprise a été ferme en tenant l'équipe de vente sous pression. Mais cela facilite également leur travail en créant des incitations et en les dotant de données claires, de scripts de vente, d'objectifs spécifiques au compte et d'un coaching. Ce programme ciblé a généré des résultats rapides. Mais il a également établi un modèle reproductible pour ajouter de la valeur future grâce à la discipline et à la flexibilité des prix - un modèle qui pourrait être appliqué à une entreprise ou à l'ensemble du portefeuille d'une entreprise. C'est le genre d'initiative d'excellence commerciale qui peut être un puissant antidote à la dépendance à l'expansion multiple. Pour de nombreuses entreprises, la discipline des prix est un concept étranger, et les fuites dues aux remises hors contrat et autres mauvaises habitudes peuvent peser considérablement sur la

rentabilité. Les médecins généralistes proactifs peuvent utiliser le défi de l'inflation pour aider les entreprises à inculquer plus de discipline. D'où viennent vraiment nos rendements, et cela nous rend-il vulnérables ? Décomposer cette question commence par une analyse transaction par transaction pour comprendre quels facteurs sont les plus responsables des rendements. C'est un exercice précieux à tout moment, mais surtout face à la menace d'une hausse des taux. Les entreprises ont besoin d'une visibilité claire sur deux choses : dans quelle mesure le dynamisme général des prix des actifs a-t-il contribué aux rendements, et dans quelle mesure a-t-il résulté de l'augmentation de la croissance des revenus ou de l'amélioration des marges ?

### EN D'AUTRES TERMES, SI LA HAUSSE DES TAUX APLATIT LES MULTIPLES, OÙ CELA VOUS MÈNERAIT-IL EN TERMES DE GÉNÉRATION DE RENDEMENTS DIFFÉRENCIÉS ?

Comprendre la composition de ses rendements a changé la donne pour un fonds cherchant à booster ses performances. L'entreprise qui l'a parrainé a toujours excellé dans l'achat d'entreprises sous-évaluées ou en difficulté et dans l'augmentation de leurs marges grâce à des initiatives de coûts qui tiennent. Une analyse des rendements historiques a toutefois révélé une possibilité d'amélioration en matière de création de valeur par la croissance des revenus. Cette idée a conduit à une série de changements stratégiques. Tout d'abord, l'entreprise a changé son sweet spot, ciblant les entreprises présentant à la fois des caractéristiques de coût et de croissance. Il a ensuite investi dans l'ajout de nouveaux talents et dans le développement de manuels spécifiques



à l'industrie qui permettraient à ses équipes d'identifier et de saisir les opportunités de revenus sur lesquelles ces transactions « plus en croissance » s'appuyaient.

Un bon exemple a été l'acquisition d'une chaîne de magasins de soins de santé en pleine croissance. L'entreprise a bénéficié à la fois des prouesses de l'entreprise dans la recherche d'efficacité et de son nouvel accent sur la croissance. Au lieu de se fier uniquement aux mesures des coûts pour améliorer l'EBITDA, les nouveaux propriétaires ont investi dans la croissance des revenus grâce à une expansion géographique rapide et en améliorant considérablement l'approche dispersée de l'entreprise pour acquérir de nouveaux clients. Il s'agissait de mouvements auxquels le cabinet n'était pas habitué au début, mais ils sont depuis devenus comme d'habitude. La clé pour intégrer une nouvelle stratégie puissante de création de valeur est une approche holistique. Il ne suffit pas d'affiner l'orientation de l'entreprise; il faut aussi s'assurer que tous les maillons de la chaîne de création de valeur s'alignent. Le changement de cette entreprise a non seulement changé les types de transactions qu'elle ciblerait, mais il a également permis de s'assurer que le bon pool d'expertise interne et externe était en place pour exécuter ces transactions efficacement. Les résultats ont été impressionnants. Une forte sortie de la société de santé au détail et d'autres réalisations importantes ont aidé le fonds en question à générer un taux de rendement interne supérieur à 30 %, bien dans le quartile supérieur de son millésime.

### SOMMES-NOUS PRÊTS À CONSERVER NOS ACTIFS PLUS LONGTEMPS ?

La durée moyenne pendant laquelle les sociétés de capital-investissement détiennent des actifs a diminué



régulièrement, passant de 5,8 ans en 2014 à 4,4 ans en 2021. Une expansion multiple fiable a permis aux entreprises d'acheter une entreprise, de la développer et de sortir plus tôt, en passant à la suivante. accord. L'exception est l'approche « le meilleur des deux mondes » : céder une grande partie des capitaux propres dès que possible, mais conserver une partie de l'entreprise pour capter encore plus d'expansion multiple. La question est désormais de savoir ce qu'il advient de cette formule dans un environnement plus volatil, lorsque les cycles sont plus irréguliers et que vendre tôt n'est plus si avantageux ? L'entreprise peut-elle compter sur la production d'au moins un rendement multiplié par 2 sans trouver de nouvelles sources de revenus ou améliorer les marges d'EBITDA ? Essayer de prédire l'évolution de l'inflation dans un environnement macro comme celui d'aujourd'hui est en grande partie une perte de temps. Mais ce qui est déjà clair, c'est que les entreprises de l'économie mondiale ressentent des pressions sur les coûts et que les anticipations

d'inflation affectent le comportement des prix. Cela crée des impératifs à court terme, à la fois offensifs et défensifs, pour comprendre et gérer cet environnement de tarification dynamique et turbulent dans chaque entreprise de votre portefeuille. Cela devrait également signaler que les entreprises ne peuvent peut-être pas se permettre le luxe de surfer sur une expansion multiple pour satisfaire les commanditaires. À une époque d'inflation, les rendements de haut niveau dépendront inévitablement de la création de valeur intrinsèque, contribuant à améliorer la capacité d'une société de portefeuille à générer plus de revenus et de flux de trésorerie. La bonne nouvelle : les investissements dans ces capacités profiteront à la performance d'une entreprise dans n'importe quel environnement; ■ O.B.