



LES RENCONTRES D'EXPERTS

SPÉCIAL M&A



LE M&A toujours en pleine ébullition

Habituellement plus calme en début d'année, le marché du M&A a gardé son dynamisme au premier semestre 2021. Les corporates continuent d'accélérer leurs transformations en faisant des acquisitions ciblées ou en cédant des actifs jugés moins rentables. Les fonds d'investissement disposent de sommes importantes à investir et se concentrent sur certains secteurs comme la tech, la santé, l'éducation.... et désormais les SPACs contribuent aussi à cette dynamique. Six professionnels ont accepté de revenir pour nous sur les tendances de ce début d'année et les dynamiques à venir.

MDA : La fin d'année 2020 a été incroyablement active sur le marché français et l'impression qui domine aujourd'hui c'est que l'activité n'est pas retombée. Est-ce aussi votre sentiment ?

Peter Harbula, Edenred : Le marché est très actif, en tout cas dans notre industrie, et dans la tech au sens plus général. Après l'arrêt de mars 2020, la reprise a été très forte avec la fenêtre des élections américaines dans laquelle tout le monde voulait s'engouffrer d'abord, mais depuis ça ne ralentit pas, à la fois en termes de deal flow mais aussi en termes de hausse des valorisations.

MDA : Quelle que soit la taille d'entreprise ?

Peter Harbula : Sur les petits deals comme sur les grandes opérations. Il y a une tendance assez intéressante d'ailleurs qui concerne les jeunes entreprises - je pense aux séries A et séries B. Post-covid, certains entrepreneurs que j'ai pu rencontrer ont eu une sorte de révélation dans le fait que ce n'était pas si bien d'être tout seul, et on voit de plus en plus d'entreprises venir tester le marché pour se vendre plus tôt que d'habitude - en confondant parfois une valorisation de levée et une valorisation de cession. Mais ce qui est intéressant c'est qu'ils viennent sur le marché alors qu'ils

ne sont parfois pas encore rentables, ce qui complexifie l'adossement à un corporate surtout compte tenu des niveaux de valorisations attendus. Au-delà de cette tendance, les valorisations se portent très bien, oui. A mon sens, cela est dû au fait que le marché anticipe la disparition des trous d'air et un retour à la normale en 2022.

Fabrice Scheer, Alantra : Ce que je ne trouve pas surprenant. De mon point de vue, les marchés n'étaient pas chers il y a deux ou trois ans et les valorisations ne pouvaient donc que monter. On avait eu ce débat à l'époque et on disait que le marché français paraissait cher, mais si on compare les entreprises françaises au reste de l'Europe et au marché américain, on voyait déjà à l'époque un écart de multiple de 2 points, ce qui est assez important quand on parle du Mid Cap... Cela s'explique par le fait que les entreprises anglaises ont généralement un meilleur taux de rentabilité et une meilleure croissance, plus internationale, notamment parce que la pratique du Private Equity était plus mature que celle du marché français.

Alban Neveux, Advention : Le marché américain en est toujours un bon exemple, il continue d'avoir une avance sur nous parce que structurellement, le marché est doté d'une bien plus forte liquidité de par sa capacité à créer des

entreprises et à faire des acquisitions. C'est la force cachée de ce marché et cela entretient de fait le montant des valorisations.

Jonathan Gibbons, Alvarez & Marsal : Oui, c'est d'ailleurs pourquoi des sociétés françaises font de très belles sorties aux Etats-Unis.

Alban Neveux : Oui, la probabilité qu'elles sortent bien est multipliée par un facteur de 2 à 3. Cette notion de profondeur de marché passe parfois un peu de côté dans les discussions sur les valorisations, mais son impact est réel.

Stéphane Souchet, KPMG : Il faut y ajouter le phénomène des SPACs. On sait depuis peu que le marché du M&A est estimé à 2400 milliards de dollars à fin mai, alors que les meilleures années étaient de 4000 milliards sur l'ensemble de l'année. Les Etats-Unis, comme toujours, ont joué un rôle clé dans le développement de ce marché, notamment sur les SPACs qui ont créé la surprise : ils représentent 400 milliards depuis le début de l'année 2021 ! C'est absolument colossal et un point qu'il me paraît important de souligner est que sur les 400 SPACs américains, un tiers cherche des cibles en dehors des Etats-Unis parce que le marché américain est complètement saturé. De plus en plus de sociétés françaises, notamment dans la tech, sont donc approchées. Je pense notamment aux

Jonathan Gibbons

► Jonathan Gibbons est Managing Director au sein du Transaction Advisory Group d'A&M à Paris. Il a plus de 22 ans d'expérience, dont plus de 17 ans d'expérience dans les services transactionnels. Il possède une vaste expérience des missions de due diligence des fournisseurs, des acquisitions et des prêteurs et a travaillé sur plus de 150 transactions réussies. Il intervient pour des fonds de différentes tailles ainsi que pour des corporate. Avant Alvarez & Marsal, il a codirigé les activités de capital-investissement d'un big4, et a travaillé avec de nombreux fonds d'investissement de premier plan sur une gamme de segments et de tailles. Il a également dirigé la pratique SPA.

► Il a commencé sa carrière en accomplissant quatre ans dans les départements d'audit de Londres et de Paris, puis a été nommé directeur financier d'un fournisseur de technologie européen basé à Paris pendant deux ans.



sociétés du *New Space*, qui sont liées à l'écosystème du spatial et l'économie digitale qui se créent autour de ce domaine, avec des applications fortes sur Terre. La France possède des avantages concurrentiels conséquents dans ce domaine grâce à la présence de l'Agence Spatiale Européenne et de nos filières aéronautiques et spatiales. Quelques-uns se sont également levés en France, et on va voir au cours de l'année et de 2022 des SPACs arriver à maturité et devoir lancer une action sous peine de devoir se dissoudre et rendre l'argent levé, puisqu'ils n'ont que deux ans pour agir.

MDA : C'est assez court.

Stéphane Souchet : D'autant que le SPAC a souvent une mission et une vocation sectorielle ou géographique.

Alban Neveux : C'est une pression encore plus forte que pour les fonds d'investissement. Dans le genre, un cas intéressant a été celui de l'entreprise franco-américaine Myrion, qui est en fait Canberra et qui a été piquée au nez et à la barbe de tous les grands fonds qui tournaient autour pour partir à 15 fois l'Ebitda. Ça a été surprenant parce

qu'il y avait des candidats extrêmement motivés dans le Private Equity, et un SPAC a réussi à rafler la mise.

“Lorsque l'on travaille pour des fonds, on pense beaucoup au TRI et à la valorisation de sortie, alors qu'une équipe de SPAC veut s'auto-investir et est donc beaucoup moins intéressée par la performance.”

Jonathan Gibbons

MDA : Ils sont donc perçus comme une vraie concurrence ?

Alban Neveux : Clairement, ce sont aujourd'hui des concurrents des fonds. Ils ont une capacité à mobiliser de la liquidité extrêmement rapidement, ils sont très réactifs et ont une telle pression du fait de leur fenêtre de tir qu'ils mettent une vraie pression sur les entreprises et offrent des deal alléchants.

Peter Harbula : Après il ne faut pas oublier que les SPACs s'adressent à un public particulier, parce que cela finit tout de même en Bourse. Il faut donc que l'entreprise qui se fait racheter ait envie d'une cotation, ce qui n'est pas le cas de toutes les entreprises. De plus, du fait de la dilution du capital, le coût de la vente n'est pas neutre pour les actionnaires. Je me souviens qu'en automne 2020, les premiers SPACs concernaient plutôt des entreprises qui avaient du mal à faire une sortie ou à faire une IPO par elles-mêmes. Les SPACs étaient quelque part une solution providentielle pour des actionnaires qui avaient besoin de sortir à une valorisation correcte. Ainsi, les SPACs font notamment des opérations sur des sociétés qui ne sont pas nécessairement des candidats évidents, à leur stade de maturité, à une cotation. Ce qui compte en bourse, c'est la croissance, et deux fois plus si elle est rentable. Or souvent les SPACs que j'ai vu étaient portés sur des sociétés qui étaient encore en train de brûler du cash ou des sociétés qui envisagent la route de l'IPO mais qui ne trouvent pas le bon chemin. On observe que le marché des IPO n'est toujours pas une évidence du fait d'une offre pléthorique et les



investisseurs étant très sélectifs dans leurs investissements. Ce n'est pas pour rien que plusieurs IPO ont été repoussées parce que les conditions de marché n'étaient pas idéales. Le SPAC s'engouffre dans la brèche : c'est une solution rapide puisqu'il n'y a pas besoin de faire de filing ou de road show, et on peut se coter à un coût assumé. C'est très particulier par rapport au M&A habituel.

Alban Neveux : Mais cela pourrait avoir un certain succès en Europe, justement. On a ce succès aux États-Unis alors qu'ils ont déjà un marché boursier très efficient et liquide, alors qu'au contraire en Europe les performances boursières sont un peu plus décevantes, à cause d'un défaut structurel sur la liquidité du marché, qui est trop faible. Le SPAC est un moyen de contourner ce problème.

Stéphane Souchet : Ce qui pose la question de la valorisation dans le cadre d'un deal M&A. En théorie, le SPAC est une alternative à l'IPO, et peu ou prou, la décote de l'IPO correspond à la dilution du promoteur alors qu'en bonne théorie financière la valorisation du deal M&A se place en prime par rapport à la valorisation boursière. Or les SPACs arrivent aujourd'hui sur des deals M&A et je me demande comment la prime de contrôle va se

réconcilier avec la décote implicite de l'IPO.

MDA : Peter, Edenred a une image de groupe très acquisitif, avec un savoir-faire d'intégration. Mais est-ce que vous avez déjà regardé les SPACs comme une solution de sortie ?

Peter Harbula : C'est assez difficile de répondre, parce que nous ne sommes pas une société qui envisage des cessions d'envergure sur des actifs de taille assez significative. Après effectivement, les banquiers viennent nous voir, comme l'ensemble des corporates je pense, pour nous expliquer que le SPAC est peut-être une solution assez intéressante.

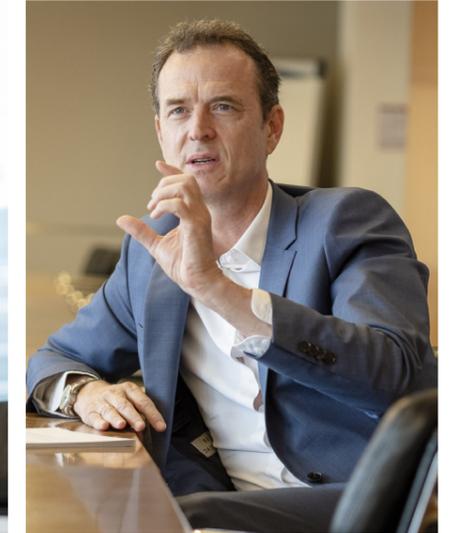
Fabrice Scheer : C'est vrai que les SPACs n'ont pas encore trouvé leur place dans le marché small et mid cap. Ce n'est pas assez gros pour être rentable.

Alban Neveux : Oui, c'est surtout une menace pour le marché du large et du très gros mid cap.

Stéphane Hutten, Hogan Lovells : Je suis de cet avis également. Dans les SPACs qui sont passés, on parle très vite du NASDAQ et de marchés qui sont peu parisiens, et donc pour

nous ce n'est pas forcément très bon comme tendance parce que cela attrait de l'activité en dehors de France. Se pose aussi la question du régime de responsabilité du SPAC : Il y a en ce moment tout un mouvement qui appelle à une meilleure régulation des SPACs. En effet, si on y regarde d'un peu plus près, on voit très souvent un industriel ou une équipe qui sert de caution au SPAC sans pour autant répondre à la question du régime de responsabilité qui s'applique à eux, alors que les business plans annoncés sont extrêmement ambitieux. Dans la documentation boursière sous-jacente au SPAC et au Merger Agreement, on voit apparaître des demandes de documents juridiques justifiant chaque phrase de la documentation. Il y a de ce fait un mouvement aux États-Unis pour dire que la vague du SPAC est déjà en train de se ralentir du fait entre autres de ce décalage entre les annonces et la réalisation.

Alban Neveux : Une entreprise cotée, quel que soit le marché, doit donner des informations très détaillées et très documentées pour être certains qu'il n'y ait pas d'erreur. Si l'on compare ça à une levée, ce n'est pas le même degré de précision et le prospectus est bien plus scruté par les investisseurs, parce qu'on sait que dans le cadre de l'IPO tout doit être carré et vérifié



par tous les acteurs et régulateurs. Le SPAC, en tant que processus simplifié, est plus proche de la levée en termes d'exigence. C'est bien sûr aussi la responsabilité des investisseurs de faire leur due diligence, mais si ce mouvement de régulation est en cours c'est aussi je pense qu'investisseurs et régulateurs ont dû se dire qu'il y avait un écart trop fort entre IPO et SPACs, alors que la finalité est la même.

Stéphane Hutten : D'autant que lorsque l'on regarde les SPACs aux États-Unis, on se rend compte que beaucoup se font dans des secteurs où cela ne peut marcher que s'il y a des changements réglementaires forts : moyens de transports autonomes, cryptomonnaies... Souvent l'enjeu est réglementaire, avec une entreprise qui doit se développer dans un nouveau cadre juridique pour y développer un nouveau marché, et si ce n'est pas le cas alors on est sur un pari avec un certain degré de risque.

Pour le marché parisien, je dois dire que si on entend beaucoup parler des SPACs, on devrait surtout s'inquiéter du fait que proportionnellement il y en a très peu qui sont sur Paris. Ce sont surtout les USA, Londres, Amsterdam...

Alban Neveux : C'est aussi parce qu'Amsterdam est en train de devenir

la première place boursière et financière d'Europe. Paris a gagné beaucoup du Brexit, mais Amsterdam est en train de reprendre la place qu'elle avait il y a plusieurs centaines d'années.

Peter Harbula : Le droit des affaires et la fiscalité n'y sont probablement pas pour rien.

Jonathan Gibbons : De notre côté nous avons travaillé sur plusieurs SPACs depuis janvier, et je suis d'accord avec les avantages et désavantages qui ont été cités. Mais le point qui est vraiment intéressant, c'est la dynamique M&A. Lorsque l'on travaille pour des fonds, on pense beaucoup au TRI et à la valorisation de sortie, alors qu'une équipe de SPAC veut s'auto-investir et est donc beaucoup moins intéressée par la performance qu'un fonds, qui a lui une contrainte de sortie. En tant que conseil ce n'est pas du tout la même dynamique, l'objectif est surtout que le deal se fasse.

Alban Neveux : C'est un peu un pousse-au-crime, le délai est très court. Mais je pense que la mode des SPACs va finir par passer parce que les fonds apportent une vraie valeur ajoutée en comparaison, avec une réflexion et un apport financier et opérationnel que n'apportent pas les SPACs.

MDA : Pour revenir sur les tendances, nous nous disions récemment que tout était en plein boom. Mais il y a également de grosses réflexions autour du carve-out dans le CAC 40.

Jonathan Gibbons : Oui, une grosse partie des corporates sont en pleine transformation de leur business model, avec souvent une volonté de séparer des services et des produits. Cela va amener de gros projets sur le marché, parfois avec simplement de la transformation, parfois de la transformation accompagnée de cessions.

Alban Neveux : Historiquement les groupes français étaient peu vendeurs de leurs actifs, là où les anglo-saxons font des arbitrages de portefeuille bien plus régulièrement. Mais depuis 3-4 ans la dynamique change, les grands groupes ont réalisé que l'accumulation de divisions pouvaient poser des problèmes, et la crise a accéléré cette impériosité de transformer l'entreprise. Et cet apport d'actifs à vendre va apporter une liquidité bienvenue sur le marché en ce moment.

Stéphane Souchet : Nous constatons en effet chez nos clients de nouvelles priorités, qui les amènent à envisager de céder des actifs ou de créer des périmètres d'une manière qu'ils



Peter Harbula

- Directeur Exécutif Corporate Finance en charge des opérations de fusions-acquisitions (M&A). Après 9 ans chez Deloitte, il rejoint le futur Edenred (Accor Services) en 2007 et occupe le poste de Directeur M&A Group à partir de 2010.
- Edenred est le leader mondial des solutions transactionnelles au service des entreprises, des salariés et des commerçants. Son offre est utilisée par 50 millions de salariés de 800 000 organisations différentes au sein d'un réseau d'1,5 million de commerçants affiliés. Coté à la Bourse de Paris depuis la scission avec le Groupe Accor, Edenred est présent dans 46 pays avec près de 10 000 collaborateurs.
- Edenred a procédé à une soixante d'acquisition de toute taille depuis 2010

n'auraient pas envisagée par le passé. C'est lié à la fois à des objectifs de transformation opérationnelle, mais aussi à des problématiques ESG placées en haut des agendas stratégiques. Avec la mise en place des reporting extra financiers et la taxonomie verte européenne, les deals vont être regardés à l'aune de cette nouvelle grille de lecture, mais également les actifs existants. Les corporates veulent aussi se séparer de ces actifs pénalisants avant que le marché n'en veuille potentiellement plus.

MDA : La décarbonisation des portefeuilles est donc très suivie chez les corporates ?

Alban Neveux : Peut-être même plus que chez les fonds parce qu'ils sont obligés de communiquer auprès du marché. Cela a pris une intensité incroyable ces dernières années.

Stéphane Souchet : C'est à la fois le fait de la réglementation, mais aussi des investisseurs. Si ces derniers s'approprient cette grille de lecture, les entreprises suivent.

MDA : Peter, comment voyez-vous les choses ?

Peter Harbula : Nous sommes un groupe de services aux entreprises,

“L'intégration réussie reste la clé de la création de valeur, elle est tout aussi importante que négocier une opération avec des bonnes conditions.”

Peter Harbula

donc nous n'avons probablement pas les mêmes problématiques qu'un groupe industriel. Mais sur l'ESG je pense qu'il faut aller au-delà du green, c'est un sujet beaucoup plus large. Le nouveau plan d'incentive du management, qui couvre 300-350 personnes, prend en compte des critères ESG avec des objectifs à tenir au-delà des critères financiers. Et ces objectifs vont au-delà du Co2, notamment parce qu'en tant qu'entreprise de service ce n'est pas notre plus gros

impact sur l'environnement. Notre dernière émission obligatoire intègre également des engagements ESG.

Alban Neveux : Mais la tech produit pourtant beaucoup de CO2 de manière directe et surtout indirecte. On travaille sur des projets de quantification de ces sujets-là et le coût est absolument démentiel, il y a une génération très réelle et je pense que la prochaine bataille de l'ESG sera de gérer cette partie invisible. Les serveurs sont très consommateurs.

Peter Harbula : Mais dans ce cas précis l'enjeu est plus de trouver de l'énergie différemment, en se branchant par exemple directement sur un barrage ou en allant dans des régions très froides pour réduire le besoin de refroidissement des serveurs. Après il est vrai que tout ce qui se passe sur nos téléphones ou le cloud demande de l'énergie.

MDA : Fabrice, vous ressentez cette demande ESG dans votre activité ? Il y a une volonté de connaître le niveau de maturité des actifs à ce sujet ?

Stephane Hutten

- Stéphane est associé au sein du département Corporate & Private Equity du bureau parisien d'Hogan Lovells et en charge de la pratique Corporate & Finance ainsi que de l'équipe Corporate & Private Equity. Il est spécialisé en fusions et acquisitions sur des sociétés cotées et non cotées ainsi qu'en opérations de PE.
- Stéphane figure parmi les "40 under 40" Rising Stars sélectionnés par Financial News et les "50 valeurs montantes du barreau des affaires" choisies par le Magazine des Affaires. Stéphane est classé dans la plupart des classements dont le Chambers, et notamment en 1ère position en France et en Europe dans le classement Mergermarket. Il est un acteur reconnu du marché de la private equity et M&A français, et est notamment intervenu dans le cadre du dossier EEF (PAI/Fondateurs), Consolis (Towerbrook) et sur de nombreux dossiers de place depuis le début de l'année.



Fabrice Scheer : Sur la thématique plus précisément green, je ne la ressens pas encore de façon massive dans le mid cap, pour être clair, mais c'est en train de monter. Il n'y a pas encore d'audit spécifique sur ces sujets-là, avec des renoncements d'opérations parce que le sujet green n'est pas au niveau. Par contre, les thèmes « socialement responsables, gouvernance, pratique équitable des affaires... etc » ont totalement pénétré l'environnement des fonds de private equity et les grands LP's américains et européens. On a vu des opérations plus difficiles pour cause de vraies problématiques sociétales ou politiques. Je pense par exemple à un sujet télécom où certains actifs étaient implantés dans des pays qui étaient sur la liste noire de l'OCDE. Les fonds sont donc beaucoup plus regardants concernant les notions de compliance et d'ESG, et la sensibilité à l'environnement va vraiment monter en puissance.

D'ailleurs, il y a aussi des fonds qui émergent en ce moment sur le marché avec cette logique de fonds d'impact. Je prends l'exemple d'Ambienta, également Initiative et Finance qui lance un fond sur cette thèse.

Alban Neveux : C'est un démarrage bien réel. Je suis frappé en douze mois par l'accélération du marché sur ces sujets, y compris dans le mid cap et le

“Il reste tout un tas d'entreprises de l'économie traditionnelle qui ont besoin d'investissements. Dans les phases d'exécution de deals, on voit qu'il y a des acteurs comme les family office qui creusent un peu des sillons dans des actifs plus traditionnels.”

Stéphane Hutten

mid cap où l'ESG est devenu un sujet. Nos missions de réflexion stratégique sont désormais enchâssées dans une réflexion sur la partie sustainable. On a recruté et formé des gens spécifiquement pour ces sujets, et ça en moins d'un an parce que la demande a explosé.

MDA : Stéphane, vous connaissez bien le marché allemand. Est-ce qu'il est en avance sur ces sujets-là ?

Stéphane Souchet : Pas vraiment. L'Allemagne vit dans le paradoxe de sortir du nucléaire et de faire remonter le charbon de manière temporaire, donc c'est un peu compliqué. En France on peut se réjouir d'avoir des entreprises qui sont des champions de la transition énergétique, tels que Schneider Electric, Legrand et même maintenant Technip Energies. On a des leaders mondiaux et nous avons donc plutôt une opportunité de servir de modèle au reste de l'Europe.

MDA : C'est aussi devenu une opportunité d'investissement pour les fonds ? Il semblerait que depuis un an ou deux, les montants investis ont flambé dans la transition énergétique.

Stéphane Hutten : A contrario, cela crée aussi une place pour ceux qui n'ont pas ces contraintes. Il reste un nombre d'entreprises de l'économie traditionnelle qui ont besoin d'investissements. Dans les phases



d'exécution de deals, on voit qu'il y a des acteurs comme les family office qui creusent des sillons sur des actifs plus traditionnels parce qu'ils ne sont pas gênés par ces problématiques. Cela va être intéressant de voir comment cela va évoluer en terme de valorisation : est-ce qu'il sont en train de faire de belles opérations et d'acheter des actifs qui vont s'avérer résilients dans le temps, ou est-ce que ce marché va progressivement s'effondrer ?

Alban Neveux : Effectivement ce sont des acteurs qui peuvent s'affranchir d'un certain nombre de principes parce que leur prisme est un peu plus long terme et est moins influencé par



les demandes des investisseurs et des consommateurs. Eux peuvent regarder cela de façon beaucoup plus froide.

MDA : Quand est-il des process ? Tout s'est accéléré et complexifié pendant la crise, avez-vous conservé le tout digital ?

Alban Neveux : Je ne dirais pas que le digital a complexifié les process, au contraire, je dirais que cela a été simplifié !

Jonathan Gibbons : Ca c'est complexifié dans le sens où en ce moment pour mener un préemptif en moins de deux semaines, il faut être capable de mener toutes les tracks en parallèle. Avant cela se faisait plutôt à la chaîne en commençant par la stratégie.

Fabrice Scheer : On dit que les process s'accélèrent mais je pense surtout qu'on ne se rend pas compte qu'il y a un second marché qui s'est créé. Je vois peu de fonds de Private Equity qui achètent des entreprises en deux semaines ou un mois. Lorsque cela se produit, c'est une illusion. Les fonds qui font cela ont en réalité déjà commencé leur travail souvent plusieurs mois avant le début d'un process. C'est ce travail-là qui passe un peu en dessous des radars parce qu'ils ont déjà fait des audits en amont, des

analyses stratégiques ... et lorsque les process démarrent ils peuvent être extrêmement rapides, ce qui donne cette impression de tout faire en deux ou trois semaines. C'est une très nette évolution.

MDA : C'est uniquement sur le marché secondaire ?

Alban Neveux : Non, c'est peut-être même plus fort sur le marché primaire parce qu'il faut travailler le deal encore plus en amont puisque les sociétés ne sont pas connues et qu'il n'y a pas de documentation liée à un deal précédent.

Fabrice Scheer : Et d'ailleurs dans le mid cap on voit émerger un autre phénomène concernant les corporates, qu'ils soient cotés ou non. Ils se mettent à faire la même chose parce qu'ils n'ont pas le choix. Ils doivent eux aussi être en position de préempter et je dois dire que c'étaient les premiers à être revenus sur le marché en 2020.

Stéphane Hutten : C'est ce qu'on dit aujourd'hui à certains clients. S'ils ne connaissent pas le dossier avant que le teaser soit sorti, c'est déjà probablement trop tard.

Fabrice Scheer : Oui, il faut avoir vu le management avant même que le process ne commence.



Stéphane Hutten : Réussir un deal aujourd'hui, cela exige de l'acquéreur une capacité à aligner tous les astres sur un dossier avec vitesse et efficacité. Il faut avoir le bon set de conseils, avoir vu le dossier en amont, avoir la bonne idée de prix, la bonne analyse, le bon équilibre juridique... Si toutes les cases ne sont pas cochées, les acquéreurs ont tendance à refermer le dossier beaucoup plus vite qu'avant, ils préfèrent passer sur une autre opportunité.

Stéphane Souchet : En fait même si le marché est en ébullition, il reste assez discriminant. Il y a des actifs premium que tout le monde veut, mais aussi des actifs qui passent sous le radar parce qu'ils sont délaissés ou ont été mal positionnés. Et je pense que nous avons tous la responsabilité de bien positionner les actifs. Quand celui-ci n'est pas premium, il ne faut pas le survendre parce qu'on prend le risque d'affaiblir sa thèse d'investissement, et donc de rendre la vente plus difficile par la suite.

Alban Neveux : Dans ce schéma de pensée, il y a aussi le timing de l'opération. Si on arrive à un moment où il y a trop d'actifs similaires sur le marché, c'est pénalisant. La caricature du dentaire ou l'éducation, avec cinq dossiers en même temps dans chaque secteur. Ça pose forcément

un problème de dévalorisation pour ceux qui ne sont pas aussi bons que le meilleur du lot. Alors oui, certains fonds se disent que s'ils n'ont pas le premier ils iront sur un autre, mais c'est un risque à prendre.

Stéphane Hutten : Effectivement, et il y a ce sentiment que tous les actifs que tout le monde voulait il n'y a pas si longtemps, dans l'aéronautique par exemple, ne sont même plus présentables. On voit très peu de dossiers de retail, par exemple.

Alban Neveux : Et là je pense que c'est aussi une question de savoir acheter au bon moment, parce que cette situation ne va pas durer éternellement et à mon avis il y a des opérations à faire en ce moment à des valorisations très basses.

Stéphane Hutten : C'est vrai qu'on est aujourd'hui sur une reprise d'une force assez inattendue, y compris dans des secteurs qui étaient considérés comme sinistrés pendant la crise. Je pense par exemple aux salles de sport, où nous avons des clients qui nous disent enregistrer régulièrement de nouveaux records d'abonnements. Il y a un engouement et je pense que l'économie traditionnelle va revenir beaucoup plus vite qu'on ne le pense.

Alban Neveux : Il y a un désir de consommation qui est énorme. Le

président de l'Oréal disait récemment que 2022 et 2023 pourrait être similaire aux années folles en termes de consommation.

Peter Harbula : Je pense qu'à ce niveau les entreprises qui sont déjà digitales, comme nous, vont mieux tirer leur épingle du jeu parce qu'elles pourront jouer sur les deux tableaux, par rapport en tout cas aux entreprises en retard sur la digitalisation.

Fabrice Scheer : Et puis il y a du cash partout. Les particuliers n'ont pas beaucoup dépensé pendant la crise et on voit de ce fait des secteurs improbables redémarrer. Qui aurait cru que le secteur des piscines aurait sa





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 ; Odysseior/Colisée...etc

meilleure année en 2021 alors qu'il y a encore deux ans le secteur était boudé par tout le marché ? Mais globalement les fonds disent que leurs portefeuilles vont bien dans l'ensemble, il n'y a pas beaucoup d'entreprises qui vont mal !

MDA : Stéphane, sur le panel des deals, quels secteurs sont les plus recherchés ?

Stéphane Hutten : En ce moment on observe bien entendu beaucoup d'opérations dans la tech et la santé, mais on voit aussi un redémarrage de l'industrie dû à des grandes manœuvres dans l'automobile et le ferroviaire depuis le début de l'année. Le marché des services financiers est également très actif sur différents segments, et ce jusqu'au courtage. Tous les compartiments de l'économie se mettent à tourner plus fort ce qui paraît logique puisque l'on s'attend à un rebond de 6% du PIB en 2021. Mais qui eut cru que nous ferions aussi bien que le PIB mondial après avoir connu une chute de 9% en 2020 ? Et là je pense qu'il faut reconnaître que les mesures gouvernementales de soutien aux entreprises ne sont pas étrangères à la bonne résistance d'un certain

nombre d'acteurs économiques. Je pense que l'ouverture du M&A sur différents segments va se généraliser cette année, mais la vraie question est désormais celle des échéances de l'année prochaine et la fin des mesures de soutien. Quel impact cela va-t-il

“L'ESG a totalement pénétré l'environnement des fonds de private equity et les grands institutionnels américains et européens. On a vu des dossiers qui n'ont pas pu se faire ou ont eu du mal à se faire parce qu'il y avait de vraies problématiques sociétales ou politiques.”

Fabrice Scheer

avoir sur les grandes manœuvres et l'économie en général ?

MDA : Une étude du METI sortie il y a quelques semaines faisait un focus

après des ETI pour connaître l'état de leur situation, et c'était rassurant de voir que la moitié avaient déjà remboursé et que les trois-quarts n'avaient pas de problème de trésorerie.

Peter Harbula : Je l'ai vu à l'étranger aussi. Beaucoup de gouvernements ont fait ce qu'il fallait, et j'ai vu beaucoup d'entreprises qui allaient sommes toutes bien mais qui avaient quand même contracté un PGE ou équivalent et du coup il y avait le cash et la dette au bilan, ce qui ne change rien en vision dette financière nette, mais c'était plus un choix de sécurité parce que l'accès au financement pouvait devenir incertain sans savoir à quoi allait ressembler 2020 et 2021.

Alban Neveux : Pour revenir sur le M&A, une tendance que je vois c'est l'accélération des deal cross-borders avec notamment les Etats-Unis. On voit arriver des fonds d'investissements américains depuis 9 mois alors qu'ils n'étaient pas actifs en Europe auparavant. C'est un phénomène très nouveau et ils se rendent compte qu'il y a un potentiel sur le marché européen, avec des valorisations attractives pour

Alban Neveux

- Alban Neveux est le directeur général du groupe Adventon 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... 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.



eux. Ce sont des colosses qu'on connaît mal en Europe : je pense par exemple à Brookfield, qui a 600 milliards d'actifs sous gestion... Ils ont une force de frappe impressionnante.

Fabrice Scheer : Ce qui a changé, pour moi, c'est que la France est devenue un marché de Private Equity mature, professionnalisé, avec un environnement qui permet de faire marcher les deals. Le marché des ETI est également très profond, avec un esprit d'entrepreneuriat, une qualité dans les CEO et les cadres qui veulent tous faire des LBO. L'Allemagne par comparaison n'a pas le même esprit Private Equity, et donc la France est une belle porte d'entrée sur le marché européen. Ajoutez à ça le Brexit, le fait que les équipes basées à Paris deviennent pan-européenne... La France sert de tremplin pour accélérer sur l'ensemble de l'Europe, notamment en Italie, en Espagne et en Allemagne, également en Suisse. Cela a pour conséquence de diriger toujours plus de capitaux vers la place parisienne.

Alban Neveux : Je suis complètement d'accord. Historiquement le Royaume-Uni tenait la place de premier du

Private Equity, mais c'est désormais la France qui est en tête de l'Europe continentale, notamment parce que l'Europe du Sud est au niveau de maturité de la France d'il y a 20 ans et qu'il y a des opportunités pour les fonds français. Le nombre de deals en Espagne et en Italie a explosé ces deux dernières années.. Finalement,

“Les grands groupes ont réalisé que l'accumulation de divisions pouvaient poser des problèmes, et la crise a accéléré cette impériosité de transformer l'entreprise.”

Alban Neveux

ce savoir-faire français nous est très bénéfique.

Fabrice Scheer : C'est assez unique. On parlait du process dans les cotations et les SPACs, mais dans le mid-cap je trouve aujourd'hui que les process

sont beaucoup plus exigeants que lors d'une IPO. Et ces marchés d'Europe du Sud et d'Allemagne, qui ont besoin aujourd'hui de professionnalisme, se tournent naturellement vers les acteurs français du private equity.

Alban Neveux : Les managers français sont aussi très en avance sur ces sujets là, et soutenus par une foule de conseils dans ces opérations. L'Allemagne est un peu derrière.

Fabrice Scheer : C'est aussi parce que le marché est beaucoup plus agressif sur le sujet des management package, bien meilleur que le marché américain ou UK.

Stéphane Souchet : Mais ça c'est un point d'attractivité pour la France. Notre écosystème de facilitation des opérations est là, mais on fait également partie des dix premiers pays mondiaux en termes de coûts de production. Nous avons réalisé une étude récemment intitulée « Where to manufacture ? » dont l'une des conclusions est que la compétitivité des grandes économies occidentales est soutenue par la qualité des facteurs secondaires ou indirects de production



Stéphane Souchet

- Stéphane est Co-Responsable de l'activité Fusions & Acquisitions chez KPMG. Stéphane a conseillé de grands groupes industriels mondiaux dans leurs stratégies de Fusions & Acquisitions au cours des 25 dernières années à Paris, Francfort et New York en tant que banquier d'affaires. Il est actuellement le responsable mondial du secteur de l'industrie de la fabrication industrielle de KPMG, qui comprend l'aérospatiale et la défense, l'ingénierie et les produits industriels, les métaux et les conglomerats.
- Dans ce rôle, il est responsable de la construction de la marque KPMG dans le secteur grâce au développement de services de pointe, de leadership éclairé et de stratégies de commercialisation pour soutenir les plus grands fabricants industriels au monde. De plus, Stéphane continue de fournir des conseils en fusions et acquisitions aux clients de KPMG dans la fabrication industrielle.

qui viennent mitiger l'impact des coûts salariaux. Ces facteurs de compétitivité expliquent le choix des grands groupes internationaux à s'installer en France ou à faire de la France le marché leader sur le théâtre européen

Stéphane Hutten : Cela me rappelle ce qui était dit sur le management français par des analystes. Ils avaient décrit la qualité du management comme le syndrome du marathonien kenyan, parce que les Kenyans sont très bons en marathon du fait qu'ils courent leur marathon dans des environnements de très haute altitude avec peu d'oxygène. Le parallèle est que comme nos managers sont dans un environnement avec beaucoup de charges et de règles, ils ont peu « d'oxygène » mais sont en conséquence de très haute qualité et très bien perçus à l'international.

MDA : C'est un argument qui est utilisé par certains fonds lorsqu'ils vont pitcher auprès de grands institutionnels aux États-Unis ou au

Canada. Alban, vous évoquiez tout à l'heure la transformation interne des groupes, et le fait que depuis douze

“La mise en place des reportings extrafinanciers et de la taxonomie verte européenne révolutionnent la grille de lecture des opérations et des actifs.. Cette tendance clé accélère la séparation d'actifs pénalisants, avant que le marché n'en veuille potentiellement plus.”

Stéphane Souchet

mois il y a une accélération dans cette transformation à la fois par des acquisitions mais aussi des sujets internes.

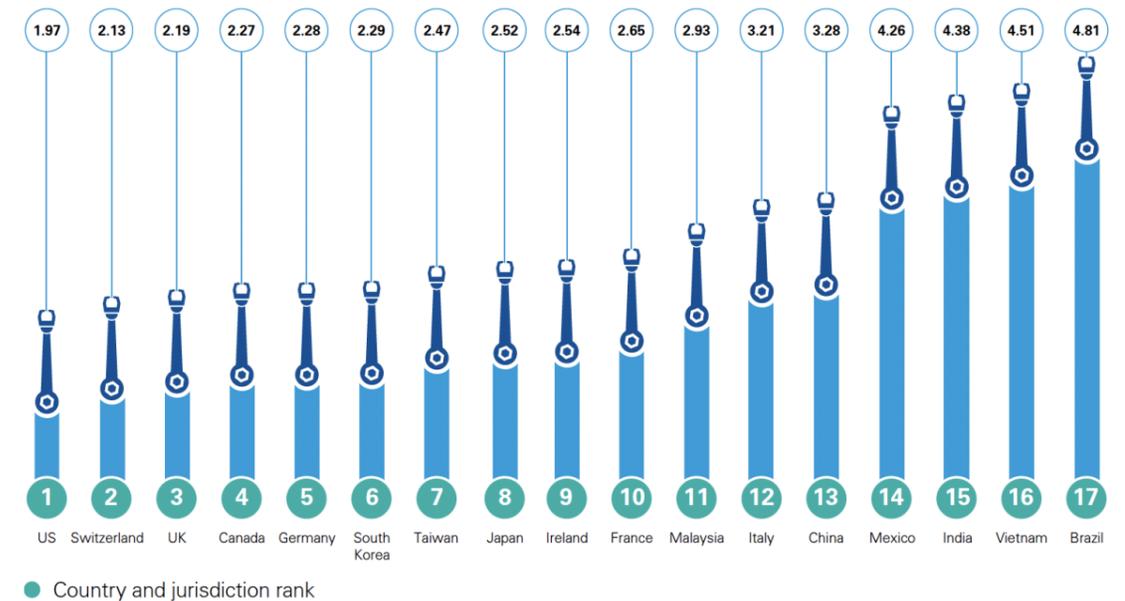
Alban Neveux : On voit en effet les sujets comme la supply chain, la digitalisation, le footprint industriel, sans parler du rapport au travail qui impacte en effet le management en interne, oui.

Stéphane Hutten : Et c'est d'ailleurs un angle que les fonds sont en train de prendre. La question étant souvent de savoir qu'est-ce que le fonds peut apporter à la cible dans laquelle il investit, et aujourd'hui au delà de la capacité à accompagner l'entreprise dans ses acquisitions, il y a aussi aujourd'hui une promesse de croissance interne avec une internationalisation et une optimisation du business model. Il faut non seulement le remboursement de la dette et des build-up pour faire fois deux, mais pour se différencier il faut apporter quelque chose sur la croissance interne (internationalisation, expertise sectorielle, réseau...).

MDA : Edenred a d'ailleurs lancé en 2020 un nouveau produit sur

Country and jurisdiction ranking — Secondary Cost Index

CoDB Secondary index score by country and jurisdiction (1=best, 5=worst)



Source: Cost of Manufacturing Operations Around the Globe, KPMG LLP, 2020.

la mobilité puis a annoncé le renforcement du réseau il y a deux semaines. C'est un challenge du business model ?

Peter Harbula : Penser différemment et innover a toujours fait partie de notre ADN. Cela fait dix ans que nous lançons régulièrement de nouvelles solutions digitales, donc forcément notre transformation est quasiment achevée. Aujourd'hui, c'est 86% de notre volume d'affaires qui est digital ! Dans ce cas précis, il y a avait une fenêtre d'opportunité à la fois du fait du covid et de nouvelles lois qui nous ont permis de sortir cette nouvelle solution, particulièrement adaptée aux nouveaux usages de nos utilisateurs et au monde de demain.

MDA : Et ces solutions viennent en interne, ou parfois d'acquisition de pépites ?

Peter Harbula : Nous avons fait quelques acquisitions en minoritaire

avec l'opportunité de prendre le contrôle à terme en aidant des équipes jeunes à « scaler » jusqu'à ce que le produit marche bien. On a aussi une équipe de Venture qui elle investit dans les secteurs adjacents, qui pourront peut-être un jour devenir notre cœur de métier. Mais c'est une équipe séparée du M&A, parce que l'angle n'est pas le même et parce que l'entreprise que l'on regarde est plus jeune, donc la grille de lecture n'est pas la même.

Jonathan Gibbons : Un thème que nous voyons souvent dans la transformation des corporates c'est qu'elle se fait au même moment qu'une cession auprès d'un fonds parce qu'il s'agit donc d'une transformation complexe, et la discussion qu'on a avec les COMEX c'est que cela laisse toute une part de la création de valeur à des fonds qui vont faire un TRI dessus. Et donc la question est pourquoi ils ne peuvent pas le faire par eux-mêmes ? Ils ont leurs raisons, oui, mais il faut réfléchir et on essaie de les challenger.

MDA : Et vous avez l'impression d'être entendu ?

Jonathan Gibbons : Je pense. La France était un peu en retard avec certains grands groupes qui ont de grands empires et qui font peu de revues de portefeuille. Mais aujourd'hui ils commencent à prendre des décisions claires et rapides.

Alban Neveux : Cela crée aussi des deals où les corporates cèdent des actifs à un fonds ou un autre corporate mais gardent tout de même une part d'equity pour profiter de la création de valeur par la suite. Ce sont des deals hybrides qui sont bien mais qui peuvent aussi être un peu dangereux : je me souviens d'une opération où lorsque le corporate s'est rendu compte de toute la création de valeur qu'il laissait passer, il a décidé de ne pas vendre.

Peter Harbula : Mais ce n'est pas évident pour un groupe coté, qui n'a pas normalement vocation à détenir



des participations minoritaires, en tout cas à long terme. L'argent devrait normalement être investi dans la création de valeur et l'outil industriel. Alors pourquoi pas garder un ticket pour mieux valoriser la vente, mais en termes de communication auprès des investisseurs ça me paraît difficile à justifier.

Stéphane Souchet : Nexans constitue à cet égard un groupe qui a une stratégie très singulière dans sa transformation. Ils sont engagés dans un plan sur trois ans par lequel ils vont céder 40% des business avec la volonté de tirer la valeur de leurs actifs précession en repositionnant et restructurant ces actifs avant de les vendre.

MDA : Jonathan, est-ce que ce n'est pas un problème de ressources, finalement ?

Jonathan Gibbons : C'est à la fois un manque de ressources et le contexte des publications de résultats trimestriels. Comme une transformation peut durer plusieurs années, une grosse consommation de cash avant de vendre peut être mal perçue par les actionnaires. Pour les non cotés en

LBO ou avec un actionnaire privé il n'y a pas cette problématique et la solution est forcément différente.

MDA : Vous envoyez des équipes dans l'entreprise pour aider ?

Jonathan Gibbons : Oui, sur nos 5500 personnes dans le monde on a doit avoir autour de 4,000 qui sont de vrais opérationnels et qui vont dans les entreprises pour aider à la transformation interne. Mais ce sont des gens qui font et travaillent directement avec le management, ils ne font pas juste des propositions.

Alban Neveux : On a un peu le même rôle. On ne sera pas forcément aussi imbriqués, mais on essaie de donner une impulsion.

MDA : Quand est-il de KPMG ? Je sais que vous avez l'intégration mais aussi la post-intégration.

Stéphane Souchet : Il y a effectivement la partie d'intégration des sociétés acquises et de préparation des carve-out, où on prépare le reporting financier, les chantiers juridiques et fiscaux, la séparation opérationnelle

et des systèmes d'information qui demandent beaucoup de travail et sur lesquels les groupes ont souvent besoin d'aide parce que ce n'est pas quelque chose qu'ils font régulièrement. Le post-intégration est également de plus en plus important : on sait que la moitié des opérations de M&A ne crée pas toute la valeur escomptée et les actions post intégration constituent un levier de création de valeur essentiel.

Alban Neveux : Ce qui est nouveau c'est que les groupes se sont équipés pour travailler le post-acquisition très en amont et donc beaucoup mieux gérer l'intégration parce qu'il y a des équipes dédiées, dans le large cap et le mid cap. C'est un vrai savoir-faire qui s'est développé ces cinq dernières années et qui existaient historiquement chez les grands groupes américains, mais pas autant chez les grands groupes français.

Peter Harbula : C'est primordial. On peut très bien négocier un deal mais si l'intégration ne marche pas, la destruction de valeur est immédiate. Chez nous on a en effet des processus, une analyse en amont et une grille de lecture spécifique, nous avons même

créé une équipe dédiée car si certaines BU font beaucoup d'acquisitions d'autres n'en ont jamais fait, il faut que les bonnes pratiques et les écueils à éviter soient connus et partagés par tous. S'il n'y a pas d'équipe centrale pour gérer tout ça, cela restera des expériences individuelles qui ne contribueront pas à la création de valeur dans l'ensemble du groupe.

MDA : Pour finir, comment vous projetez-vous sur le marché à 12 mois ? J'entends que le marché est un peu plus compliqué et qu'il n'est pas facile de trouver des talents.

Alban Neveux : Sur la question des talents, je pense que c'est un problème dans tous les secteurs professionnels, pas seulement le M&A. Il y a une pression parce qu'en 2020 tout le monde a ralenti sur les recrutements habituels, pour des raisons évidentes, et lorsque le marché a redémarré tout le monde s'est mis à relancer son recrutement simultanément pour faire face au pic d'activité qu'on a et qu'on attend.

Stéphane Hutten : La question est aussi de savoir comment on réagit aux

nouvelles demandes de télétravail et aux nouveaux modes de fonctionnement. Est-ce que rester dans un mode de travail « old school » ne risque pas d'affecter la qualité de l'offre et poser des difficultés sur le recrutement ?

Jonathan Gibbons : D'autant que les meilleures personnes à recruter sont très bien chez eux et ont eu des promotions ou des primes pendant la crise.

Stéphane Souchet : La guerre des talents se fait aujourd'hui à tous les niveaux, mais la tranche la plus rude est celle des talents qui ont entre 4 et 6 ans d'expérience et qui contribuent fortement au bon déroulement des dossiers et à la croissance de l'activité. La Fondation d'entreprise de KPMG propose depuis plus de 10 ans des missions d'action solidaire et de mécénat de compétences qui permettent de répondre à la quête de sens que vivent les jeunes trentenaires. Ces temps de respiration qui vont de plusieurs jours à des détachements associatifs de plusieurs mois permettent d'ouvrir leur horizon et de regarder le sens de leur métier sous d'autres coutures.

