

17
Janvier
2023



Chez Willkie Farr & Gallagher LLP, 21 Bd Malesherbes, 75008 Paris

LES RENCONTRES D'EXPERTS

Spécial M&A



LA DYNAMIQUE M&A SE POURSUIT mais se concentre sur quelques secteurs

Après le record de la sortie de pandémie, le volant de transactions des fusions acquisitions a connu un net fléchissement à partir de l'été, pour atterrir à un niveau proche de celui de 2018. Prix insuffisants, inflation, hausses des taux, tirs de barrage des autorités de la concurrence... la part de deals abandonnés a presque doublé l'an dernier (14 % du M&A annoncé). Mais certains secteurs et segments semblent épargnés et la dynamique devrait se poursuivre en 2023. Retour avec 9 spécialistes sur les tendances observées et surtout à venir.

MdA : L'année 2022 avait commencé avec un niveau d'activité incroyable mais depuis l'été et le choc énergétique, il semble que la dynamique ne soit plus la même. Quelle est votre analyse ?

Vincent Delmas, KPMG : C'est un peu ça. 2022 a été l'année la plus forte jamais enregistrée par notre département (on clôture fin septembre). Et puis, à partir de la rentrée, cela a été un peu plus calme mais l'activité est bien répartie en décembre. C'était un peu contre-intuitif. Je dirais que l'on a un barycentre d'activité qui a légèrement évolué, avec 3 ou 4% de plus de deals corporate versus PE, en particulier large cap. Mais on accompagne quand même de belles opérations soutenues soit par du financement portable soit par des fenêtres de financement qui se sont rouvertes. Finalement c'était une année à 2 vitesses mais avec un coup de frein beaucoup plus faible que celui que l'on aurait pu craindre.

Erwan Colder, PwC : Je fais à peu près le même constat. Effectivement nous avons eu une activité très soutenue jusqu'à juillet. Le mois

de septembre a été encore actif. En octobre, nous avons connu un petit creux mais depuis Novembre c'est reparti, avec plus d'opérations de gré à gré, plus de corporate et étonnement beaucoup de "sell side" en préparation. Nous avons eu quelques très gros deals qui se sont faits mais en terme de segment d'intervention, on est plus sur le mid cap avec beaucoup d'acteurs qui réfléchissent à leur portefeuille, et identifient probablement des opportunités d'acquisitions. Nous sommes plutôt positifs pour l'avenir mais cela reste compliqué de se faire une idée. Vincent disait tout à l'heure que le financement va probablement se rouvrir. C'est effectivement déterminant pour l'activité. Et nous avons aussi toujours cet équilibre entre le Private Equity et les Corporates qui nous permet de traverser des périodes plus difficiles. On s'appuie sur deux jambes;

Virginie Lazes, Rothschild & Co : Je pourrais rajouter que le 1^{er} semestre a, certes, été très actif en volume mais les valorisations sont aussi restées élevées. Au deuxième semestre, on a vu plus de deals de gré à gré et plus de mandats buy side hors process à un

moment où les vendeurs se posaient beaucoup de questions et hésitaient à donner des mandats de vente. mais si vous arrivez avec un acheteur sérieux et un prix correct, les portes s'ouvrent cela déclenche des transactions. Le 1^{er} semestre 2022 a aussi connu moins de gros deals, pénalisés par le manque de financement. Le second semestre a été porté par les corporates. Pour 2023, je pense que l'on aura un volume plus faible de mandats de vente, car les actifs sur le marché seront soit des actifs de très bonne qualité, soit des actifs qui ne peuvent pas attendre. Mais les dossiers "moyens" attendront un contexte 2024 ou 25 plus propice. A l'inverse, à l'achat les corporates sont revenus et les PE devront déployer les fonds levés en 2021 et rattraper l'attentisme du 2^{ème} semestre 2022. Avec moins de dossiers à la vente, mais plutôt bons et beaucoup d'acheteurs, il est possible d'envisager que les valorisations restent élevées pour les beaux sujets.

MdA : Justement, Virginie, l'année dernière, les valorisations étaient élevées. Je crois que vous disiez que « 20 était le New 10 ». Qu'en est-il aujourd'hui ?

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 300 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, deal analytics, enjeux comptables et financiers de la transaction.



Virginie Lazes, Rothschild & Co : C'est vrai. C'était le cas en 2021 et même au premier semestre 2022. Le barycentre va plutôt retomber autour de 13/15 fois pour un bel actif. Mais dans l'absolu, cela reste une très belle valorisation.

Erwan Colder, PwC : Je partage ce constat. La largeur du spectre d'intervention dans le M&A va probablement se réduire. Au moment du covid, une grande part de l'activité s'était concentrée sur quelques secteurs dont la santé, le logiciel, et quelques secteurs. Puis cela s'était ré-ouvert. Désormais cela devrait un peu se rétracter. La partie logiciel devrait donc être clairement un secteur dans lequel il va y avoir beaucoup d'activités. Parmi les faits nouveaux qui ont pris de l'ampleur, je dirai que l'on assiste à un retour en grâce d'activités comme le Financial Services, secteur assez immunisé contre l'inflation. L'énergie n'est pas un sujet pour le secteur

Financial Services et on sent un niveau d'activité de plus en plus élevé ces dernières semaines.

Stéphane Hutten, Hogan Lovells : Du côté de l'exécution, notre vision

“On a un barycentre d'activité qui a légèrement évolué, avec 3 ou 4% de plus de deals corporate versus PE, en particulier large cap. Mais on accompagne quand même de belles opérations soutenues soit par du financement portable soit par des fenêtres de financement qui se sont rouvertes.”

Vincent Delmas

est un peu similaire. Ce qui m'a frappé c'est que septembre et octobre étaient les deux premiers mois sans pre-emptive depuis longtemps. On s'est dit qu'il y avait un petit signe de ralentissement. Mais le nombre de deals a tenu finalement et depuis novembre et décembre, c'est reparti avec des préemptives et du rythme de nouveau. La perception est donc que cela continue mais on va devoir travailler plus pour réaliser les deals. Les deals sont plus compliqués.

Barbara Jouffa, Gowling : Les deals sont en effet plus complexes car il y a plus de discussions sur les valorisations et des audits plus poussés. Les acquéreurs vont prendre du temps pour aller dans le détail, faire davantage attention aux risques par rapport à l'année passée. En conséquence les opérations sont rallongées et les deals plus complexes avec de nombreux sujets relevés.



Virginie Lazès

- Virginie Lazès est Associée-Gérant, Co-Head Technology Europe de Rothschild & Co.
- Diplômée de Science Po Paris et titulaire d'une maîtrise d'économie et d'un DEA de relations internationales, elle a démarré sa carrière en 1998 chez Close Brothers Corporate Finance Paris (devenu DC Advisory) comme managing director. Elle a ensuite rejoint Bryan Garnier de 2008 à 2015 en tant qu'Associée en charge de l'équipe Corporate Finance. Virginie Lazès dispose d'une expérience de 25 ans en levées de fonds et fusions-acquisitions pour des entreprises technologiques.
- Ses dernières transactions : Levée de fonds de 100 MCHF pour SebaBank, Conseil de DBAY dans l'offre publique faite sur SQLI, Conseil d'Aramis dans leurs acquisitions en Allemagne et en Italie, Conseil de Cylène et Ozytem dans leurs opérations de LBO, Conseil de Molotov dans sa cession à Fubo TV ; Conseil de Sodexo dans la cession de Rydoo à Marlin Equity Partners.

Aurélien Bettas-Régalin, Cegid : Plusieurs d'entre vous m'ont ôté les mots de la bouche. Je rejoins ce qui a été dit. Juste pour rebondir sur le point de Virginie concernant le retour des corporates au second semestre. En ce qui nous concerne, et plus généralement sur le secteur du software, nous ne sommes jamais partis, on a toujours été là ! (rire) Nous avons eu un début d'année 2022 dans le prolongement de 2021. Au premier semestre 2022, voyant la baisse des indices sur les marchés Tech, notamment outre-Atlantique, nous avons été plus regardant sur les multiples mais les attentes des vendeurs étaient encore très élevées dans la continuité des niveaux valorisations de 2021. Au second semestre la situation a un peu évolué, les acheteurs ont repris davantage de pouvoir, avec des négociations (ou renégociations) jusqu'en fin de process selon la qualité des *current trading*. Cela marque une vraie rupture par rapport à l'année 2021 où le marché était très vendeur.

Faustine Viala, Willkie Farr : Côté droit de la concurrence, on suit le flot. Ce que l'on peut constater c'est que nous sommes encore

“A l'achat les corporate sont revenus et les investisseurs en Private Equity devront déployer les fonds levés en 2021 et rattraper l'attentisme du 2eme semestre 2022.”

Virginie Lazès

d'avantage sollicités sur l'analyse pre deal. Il y a une vraie négociation sur les clauses “ Hell or High Water”. Pourquoi ? Parce qu'on a un vrai sujet de prévisibilité sur les deals. Les autorités sont de plus en plus regardantes et nous devons par ailleurs désormais composer

avec la CMA (Autorité britannique en droit de la concurrence) qui a pris son indépendance et n'est pas nécessairement en ligne avec la commission européenne dans son analyse du deal. Ce fut le cas sur 30% des deals en 2022 ! C'est également vrai que nous avons eu à gérer pas mal de deals de consolidation que ce soit dans les secteurs Food, Pharma, logistique ou transport. Et ces deals sont de plus en plus scrutés par les autorités de la concurrence. Or, lorsqu'il existe une compétition accrue sur un deal entre les bidders, il faut être réactif et sexy d'un point de vue “concurrence”. Alors qu'il y a encore peu sur des deals simples nous étions impliqués de façon light, désormais nous sommes impliqués sur tous les deals et très tôt. Nous faisons face à des deals - pas nécessairement très complexes - qui prennent 6 mois à être autorisés et certains ne se font

Peter Harbula

- Péter Harbula est Group Head of M&A en charge des opérations de fusions-acquisitions.
- Après 9 ans chez Deloitte, il rejoint le futur Edenred (Accor Services) en 2007 et occupe le poste de Directeur M&A Groupe à partir de 2010 jusqu'en 2022.
- Depuis début 2022, Péter Harbula dirige les activités M&A du Groupe InVivo, un groupe coopératif agroalimentaire de dimension internationale et l'un des premiers groupes agricoles européens au service de la transition agricole autour de 4 grandes verticales que sont le trading, l'agriculture, l'agroalimentaire et le retail.
- La mission du Groupe InVivo est de favoriser la transition agricole et alimentaire vers un agrosystème résilient. Fort d'un chiffre d'affaires de 12 milliards d'euros, InVivo procède à plus d'une dizaine d'opération de M&A par an en moyenne.



pas. Aujourd'hui, je trouve que le contrôle des concentrations et le foreign investment sont encore plus clés dans la compétition sur une offre. A noter qu'aux USA, l'environnement a changé également. Les autorités de la concurrence ont adopté une approche plus stricte et refusent de plus en plus les remèdes, ce qui oblige les parties à aller devant les tribunaux. Encore une fois, cela crée un vrai problème de prévisibilité. Sur le “foreign investment” notamment dans les secteurs de l'intelligence artificielle, nous sommes sollicités de façon systématique également dans le Cloud. Nous devons tenir compte de plus en plus de juridictions. Donc nous avons eu une activité très riche et cela continue en 2023.

Mda : Péter, vous étiez assez prudents l'an passé à l'achat.

Avez-vous changé de perception?

Péter Harbula, InVivo Group : Les beaux actifs ont gardé leur valeur.

“Si on intègre mal, cela ne fonctionne pas, cela sera destructeur de valeur. Je suis un fervent partisan d'intégrer le PMI dès les due diligence dans l'équipe projet. Pour diffuser les bonnes pratiques et faut attirer l'attention sur les synergies / dissynergies possibles.”

Péter Harbula

En revanche, l'environnement macro économique que l'on a tous

connu dans certains process a fait que les acheteurs se sont retirés. Souvent quand le vendeur est convaincu de la qualité de l'actif, il y a un prix de réserve en deçà duquel le deal ne se fera pas. Clairement, en 2022, ce n'était pas le meilleur moment pour vendre. Dans notre secteur “Agro-Agri” chez InVivo, notre spectre d'intervention est très large, de l'agriculture et jusqu'à la distribution. Dans ce panorama très large, il y a des secteurs très résilients. L'“AgTech”, par exemple, attire beaucoup d'intérêt ou encore les thématiques autour de ce que l'on appelle chez nous la troisième révolution agricole attire beaucoup d'attention et d'intérêt. Ainsi, par exemple, la sortie de phytosanitaires et son remplacement par des méthodes plus douces, “sustainable”, tout en respectant les objectifs de rendement agricole peut générer



Erwan Colder

- Erwan est associé au sein de l'activité Transaction Services depuis 2008. Il possède plus de 25 ans d'expérience dans le M&A. Au cours de sa carrière, il a travaillé pour à New-York au sein de l'équipe PwC Transaction Services et 3 ans à Dubaï où il avait la responsabilité de l'activité Transaction Services de PwC au Moyen Orient.
- Depuis 2018, Erwan dirige aujourd'hui l'équipe Transaction Services de PwC en France, qui est composée de 23 associés et de 200 collaborateurs basés à Paris et à Lyon.
- Erwan est spécialisé dans les missions de due diligence et de conseil dans le cadre de projets d'acquisition ou de cession complexe en France et à l'international. Erwan a dirigé un grand nombre de missions pour le compte de clients Private Equity ainsi que pour de grands comptes industriels. Erwan a travaillé récemment pour le compte des groupes Worldline, Bolloré et Atos.

du deal flow. Donc, le nombre de transaction est là, même par rapport au contexte économique actuel. 2023 devrait être assez similaire. Les beaux actifs stratégiques vont se vendre, en revanche, ceux qui ne sont pas pressés vont attendre tranquillement peut-être le 2^e semestre 2023. Est ce que les marchés equity vont se calmer un peu, est ce que l'inflation va un peu baisser? Les évolutions restent incertaines, cela peut faire en sorte que certains dossiers se reportent de six à douze mois.

MdA : Et vous étudiez des acquisitions aujourd'hui ?

Peter Harbula, Invivo Group : On regarde des dossiers à l'acquisition et à la vente. Tout ce qui est dans le small cap / midcap, c'est plus facile car peu de problèmes de financement. On est dans la

suite de l'acquisition de Soufflet, dans l'analyse du portefeuille et

“Parmi les faits nouveaux qui ont pris de l'ampleur, je dirai que l'on assiste à un retour en grâce d'activités comme le Financial Services, secteur assez immunisé contre l'inflation. L'énergie n'est pas un sujet pour le secteur Financial Services.”

Erwan Colder

l'application des choix stratégiques. Il y a aussi des actifs non stratégiques que l'on va “détourner” dans certains business. En même temps, on

continue de regarder des cibles à l'acquisition.

MdA : Lionel, l'environnement économique favorise-t-il l'essor du management de transition pour aider les équipes de management dans leur transformation ?

Lionel Gouget, Valtus : Clairement, l'activité est “booming” depuis deux ou trois ans. 2021 avait été chez nous une année axée sur la transformation des entreprises : rattrapage post covid, adaptation des business models, réindustrialisation, nearshoring 2022 a été également une très belle année (nous avons passé les 110 M€ de chiffre d'affaires), marquée par une pénurie de ressources. Les entreprises ont eu des grosses difficultés à recruter dans tous les secteurs et le management de transition apparaît comme une

Faustine Viala

- Faustine Viala est associée au sein du cabinet Willkie Farr & Gallagher LLP. En charge du département Concurrence du bureau de Paris, elle anime une équipe dynamique et expérimentée composée de cinq avocats collaborateurs et un conseil, répartis entre Paris et Bruxelles. Spécialisée en droit européen et français de la concurrence, Faustine assiste des clients français et étrangers en conseil comme en contentieux dans tous les domaines du droit de la concurrence : pratiques anticoncurrentielles, contrôle des concentrations (dans le cadre de notifications françaises, multi-juridictionnelles et européennes), aides d'Etat, actions en réparation et droit de la distribution.
- Faustine et son équipe sont chaque année reconnus en tant que « leading practitioners par les guides Chambers et Legal 500. Faustine a été reconnue « Leading Individual » par Legal 500 2022. Ses clients la décrivent comme une « étoile montante » du droit de la concurrence, « très disponible et attentive » et apprécient son approche pragmatique de la matière.



solution souple et rapide pour sécuriser des postes clefs. 2022 a également été portée par des sujets de structuration plus que de transformation. On nous sollicite, par exemple, pour des recentrages sur le core business, avec des carve out ou des reventes d'actifs non stratégiques. Dans le même esprit, depuis quelques mois, les entreprises font appel à nous pour les accompagner dans l'optimisation de leurs process opérationnels, dans la sécurisation de leurs approvisionnements, dans la réduction de leurs dépenses pour faire face à l'inflation et dans la mise en place de reporting très pointu pour passer ces périodes d'incertitude. Nous sommes sollicités sur des acquisitions ou cessions avec probablement plus de missions pre-deals. On nous intègre, en effet, de plus en plus en amont dans les réflexions (expertise

sectorielle, “duedil” opérationnelles, définition de plans d'action,

“Côté droit de la concurrence, ce que l'on peut constater c'est que nous sommes encore davantage sollicités sur l'analyse pre deal. Il y a une vraie négociation sur les clauses “ Hell or High Water”. Parce qu'on a un vrai sujet de prévisibilité sur les deals. ”

Faustine Viala

sécurisation de l'information...). Et nous intervenons évidemment toujours fortement sur les phases post deal (intégrations, structuration de l'information pour le nouvel actionnaire, mise

en place des synergies...). En revanche, nous avons eu très peu de missions de restructuring en 2022. Aujourd'hui, nous avons quelques dossiers en retail, automobile... et nous commençons à voir des sujets de recherche de financements alternatifs, de renégociation de financement, d'ouverture de capital et de retournement opérationnel... mais cela reste encore relativement peu fréquent.

Aurélien Bettas-Régalin, Cegid : Beaucoup sont encore sous perfusion des PGE... Elle arrivera sans doute dans quelques mois.

Faustine Viala, Willkie Farr : Même sentiment. A date, nous sommes intervenus davantage sur des deals restructuring avant RJ, sur des problématiques assez spécifiques du type du dossier Gefco par exemple.



Barbara Jouffa

- Associée du département M&A / Private Equity du bureau parisien de Gowling, Barbara intervient depuis plus de 15 ans sur des opérations complexes de fusions et acquisitions nationales et transfrontalières de toutes tailles, ainsi que sur des opérations de private equity et de venture capital pour le compte de clients internationaux, notamment des fonds d'investissement, des entrepreneurs, des industriels et des sociétés cotées et non cotées. Elle assiste également les entreprises sur des questions de gouvernance et de droit des sociétés.
- Barbara a une forte expérience en particulier dans les secteurs de la Tech, des cosmétiques, du luxe, de la food et des médias. Elle est particulièrement reconnue pour son approche pragmatique et "deal-maker", sa compréhension des enjeux business et sa vision stratégique et globale des dossiers. Ses clients soulignent sa capacité à débloquer de manière subtile des situations complexes et à proposer des solutions innovantes à valeur ajoutée.
- Barbara est avocate au Barreau de Paris, a étudié à Georgetown University (Washington), et en Business School (EM LYON),

Lionel Gouget, Valtus : Nous constatons une sorte d'attentisme. Je suis parfois assez surpris par l'état des actifs qui arrivent et dans lesquels il n'y a plus assez de cash ou de temps pour retrouver des marges de manœuvre.

Virginie Lazès, Rothschild & Co : Je suis frappée par la pensée magique.. J'entends beaucoup que tout va aller mieux en Juillet (et je l'espère). Mais si jamais ce n'est pas le cas, beaucoup vont se retrouver confrontés à une situation de crise peu anticipée.

Peter Harbula, Invivo Group : Difficile d'anticiper le marché effectivement. La seule chose que l'on voit aujourd'hui c'est que l'on a l'impression que l'inflation est en train de baisser ou du moins que le pic a été atteint. Le poids

des coûts liés à l'énergie pèse dans de nombreux secteurs, comme dans le secteur agroalimentaire,

“Les deals sont en effet plus complexes car il y a plus de discussions sur les valorisations et des audits plus poussés. Les acquéreurs vont prendre du temps pour aller dans le détail, faire davantage attention aux risques par rapport à l'année passée.”

Barbara Jouffa

la hausse des prix de l'énergie, avec les contrats de couverture qui arrivent à échéance au bon

ou mauvais moment obligent les acteurs à répercuter cette hausse des coûts de production sur les prix de vente. Peut être que cela commence à se calmer ... même si certains économistes anticipent un mouvement haussier similaire sur les matières premières en 2023. Pour le reste je suis d'accord.

Vincent Delmas, KPMG : Quand on regarde les marchés c'est plutôt positif. Aujourd'hui, ils ne se comportent pas si mal, on pourrait même être optimistes pour l'avenir. Ceci dit, les informations qui nous manquent à date sont les niveaux de "current trading".

On a analysé jusqu'alors des forecasts à fin décembre 2022 ; Nous sommes impatients de voir comment la performance des sociétés s'orientent à fin décembre et sur Q1...

Stephane Hutten

- Stéphane est l'associé en charge du département Corporate & Private Equity du bureau parisien d'Hogan Lovells et fait partie de l'équipe dirigeante globale Private Equity. Il est spécialisé en fusions et acquisitions sur des sociétés cotées et non cotées ainsi qu'en opérations de Private Equity. Il conseille également sur les questions de droit boursier et de gouvernance d'entreprise.
- Stéphane figure parmi les "50 valeurs montantes du barreau des affaires" choisies par le Magazine des Affaires et comme « leading individual » dans la plupart des classements dont Chambers et Legal 500. Il est un acteur reconnu du marché du private equity et M&A français, et a été nommé Avocat de l'année en Private Equity en 2022 par le magazine Option Droit et Affaires. Il intervient sur de nombreux dossiers de place, et notamment récemment dans le cadre des dossiers GreenYellow (BPI/Tikehau), Mobility (Chequers), Mailinblack (Apax), GSF (Towerbrook).



Lionel Gouget, Valtus : Et on n'a pas encore vu les résultats annuels. Il est vrai que nous avons des "forecast" mais pas les réels. Avec potentiellement des impacts sur les notations.

Stéphane Hutten, Hogan Lovells : C'est ce qui a d'ailleurs contribué au ralentissement du marché à la rentrée. Il y a pas mal de deals qui étaient en attente des reforecast et qui ont pris un coup d'arrêt ou de ralentissement. L'Ebitda n'était parfois pas au rendez vous. Il me semble qu'il y a 2 marchés.

Il y a les actifs "résilients" et chacun met ce qu'il veut dedans, qui continue comme avant, et il y a le reste du monde. j'ai pu constater qu'il y a un certain nombre de dossiers de 2019/2020 qui ont disparu dans certains secteurs.

Virginie Lazès, Rothschild & Co : L'environnement a effectivement changé et je me demandais d'ailleurs, messieurs du Transactions

“Ce qui m'a frappé c'est que septembre et octobre étaient les deux premiers mois sans pre-emptive depuis longtemps. On s'est dit qu'il y avait un petit signe de ralentissement. Mais le nombre de deals a tenu finalement.”

Stéphane Hutten

Services, est-ce plus difficile de faire un budget et un business plan en 2023 dans certains secteurs comme l'industrie ou l'agro-alimentaire ?

Vincent Delmas, KPMG : C'est toujours compliqué comme exercice et la période actuelle le rend encore plus difficile. Mais honnêtement, je ne suis pas pessimiste. Rappelez-vous, au début de l'année 2022 on s'était dit que le marché allait vivre un coup d'arrêt et finalement, les acteurs se sont plutôt bien adaptés. Outre la Santé, la Tech et les Business Services, il y a finalement eu d'autres secteurs qui ont été actifs comme l'Éducation, l'Énergie ou encore l'Infrastructure. Tous les corporate qui étaient numéro 1 et 2 ont continué à faire de la croissance externe pour consolider leur position. La réalité, c'est que dans l'ensemble, au-delà des sujets mid cap, qui appartiennent à un segment protégé, on a vu beaucoup de deals aboutir malgré tout. Quand on a des actifs de qualité avec une équipe de management



Aurélien Bettas-Régalin

- Directeur des Fusions-Acquisitions du Group Cegid, Aurélien a réalisé une quinzaine d'acquisitions en France et à l'international pour le compte de l'éditeur de logiciels de gestion depuis son arrivée en 2020. Auparavant, il a exercé dans les équipes d'investissement du Fonds de Private Equity Abenex Capital (2018-2020) ainsi qu'à la Direction Générale de Suez aux USA (2017-2018). Il a commencé sa carrière en Transaction Services chez Eight Advisory (2014-2017).
- Cegid est un leader mondial des solutions de gestion cloud pour les professionnels des métiers de la Finance (trésorerie, fiscalité, ERP), des Ressources Humaines (paie, gestion des talents), des secteurs de l'Expertise Comptable, du Retail et de l'entrepreneuriat.
- Forte de son ambition internationale, Cegid compte aujourd'hui près de 4 500 collaborateurs et vend ses solutions dans plus de 130 pays.

talentueuse, quel que soit le contexte et quel que soit le secteur, on a toutes les chances d'aller au bout du process. On assiste aussi ces derniers temps à l'essor d'un nouveau critère d'attractivité : celui du développement durable, qui fait maintenant partie intégrante des thèses d'investissement des acteurs du Private Equity et des corporate. J'y crois beaucoup.

Barbara Jouffa, Gowling : Je suis peut-être adepte de la pensée positive. Ce que je pense c'est qu'il y a beaucoup d'argent disponible. Les fonds ont beaucoup de "dry powder". Les corporate ont été prudents mais sont désormais prêts à réaliser des acquisitions avec des valorisations plus raisonnables. Et il y a toujours des bons actifs. Et même certains dossiers qui avaient été retardés car ce n'était pas le bon moment, reviennent finalement

beaucoup plus vite que par le passé. Nous revoyons des dossiers six mois après alors qu'avant il fallait attendre. En outre, lorsque nous

“Notre capacité à fédérer les équipes qui nous rejoignent et à créer un alignement d'intérêt est déterminante dans la réussite de nos acquisitions. Près de 8 deals sur 10 sont structurés avec un complément de prix ou un plan d'incentive des managers clés.”

Aurélien Bettas-Régalin

prenons un peu de recul et que l'on ne regarde pas que la France, les

acquéreurs américains bénéficient actuellement d'un taux de change favorable et ils vont demeurer très actifs à l'achat car ont des fonds à employer sur des actifs dont la valorisation est et reste intéressante pour eux.

Aurélien Bettas-Régalin, Cegid : Je suis très aligné avec le constant de Stéphane. Le fait que (i) certains secteurs aient perdu en attractivité relativement à d'autres et (ii) qu'il y ait encore une quantité importante de *dry powder* entraîne une concentration des investisseurs sur certains secteurs ayant pour conséquence un maintien des valorisations. Quand on voit que le Nasdaq a baissé de plus de 30% l'an dernier, cette baisse ne s'est pas faite pari passu sur le segment des actifs SaaS Small et Mid Cap en Europe... Pourquoi ? Car il y a eu un réel effet amortisseur dû à l'afflux d'argent vers les secteurs et les actifs les plus attractifs (*double digit growth & double*

Lionel Guouet

- Diplômé de l'EM Lyon, Lionel Guouet débute sa carrière chez Capgemini avant de rejoindre le Groupe Hersant Media où il occupe le poste de DAF et membre du directoire. Pendant 8 ans, il structure la direction financière, gère les différentes acquisitions avant de participer à la restructuration financière et opérationnelle du Groupe. Après avoir occupé le poste de DAF du Groupe Belambra puis du Groupe NextiraOne (repris à la barre), il devient en 2018 Directeur Général Finances au sein du Groupe 5àsec. Habitué des environnements complexes en forte évolution (notamment en LBO), avec une forte implication opérationnelle et stratégique, il est au cœur de la conduite de ces transformations profondes.
- Valtus réalise 600 missions par an sur des fonctions de Direction Générale, Direction Financière, Direction des Ressources Humaines, Direction des Systèmes d'Information, Direction Industrielle, Direction Logistique et Direction de Projets de Transformation.



digit EBITDA) et les business model les plus récurrents et prédictibles.

MdA : Vous étudiez quelques dossiers en ce moment ?

Aurélien Bettas-Régalin, Cegid : Nous voyons plus de 200 opportunités par an et en étudions très sérieusement une vingtaine. Ce qui nous permet de réaliser une dizaine d'opérations par an, de tailles très différentes de 2M€ à plus de 80 M€ de revenus.

MdA : Quelle est la taille de l'équipe M&A chez Cegid ?

Aurélien Bettas-Régalin, Cegid : Nous sommes une dizaine de professionnels dédiés à la croissance externe chez Cegid. Environ une moitié sur le sourcing et l'exécution et l'autre sur les projets d'intégration (PMI). En effet, en tant qu'acheteur stratégique nous accordons une importance cruciale à la qualité des projets de PMI. Notre capacité à fédérer les équipes qui nous

rejoignent et à créer un alignement d'intérêt est déterminante dans la réussite de nos acquisitions. Dans cet état d'esprit, près de 8 deals sur 10 sont structurés avec un complément de prix

“Nous allons rester sur une bonne dynamique sur le marché de la transition en 2023. On va avoir, je pense, encore beaucoup de sollicitations sur la partie intégration / consolidation / structuration y compris dans la partie Scale up, venture.”

Lionel Guouet

ou un plan d'incentive des managers clés (MIP) qui ne sont d'ailleurs pas forcément actionnaires de la société acquise.

Stéphane Hutten, Hogan Lovells : Ce qui est frappant c'est que les industriels ont en partie rattrapé les fonds en matière de Management Package. C'était vraiment la marque de fabrique des fonds. Désormais les industriels proposent des schémas agressifs d'intéressement avec de la liquidité garantie.

Aurélien Bettas-Régalin, Cegid : Nos concurrents dans les enchères sont souvent des fonds. Il nous faut donc être capable d'être compétitif sur ces sujets d'intéressement des équipes.

Stéphane Hutten, Hogan Lovells : ...oui avec la beauté parfois d'une liquidité garantie, vous offrez souvent avec des horizons certains. Cela a un certain charme dans un environnement incertain.

Aurélien Bettas-Régalin, Cegid : Le niveau de risque et d'incertitude



entre un *Man Pack* de fonds et un complément de prix (ou MIP) n'a rien à voir. Certes les montants maximums miroités par les *Man Pack* sont souvent très supérieurs à ceux des compléments de prix mais leur atteinte est également plus risquée et suppose un alignement des planètes qui n'est pas toujours vérifié : croissance de l'actif et/ou gain de profitabilité, conjoncture économique et valorisations, évènements de liquidité, etc. Alors que nous structurons nos plans d'incentive sur des sous-jacents financiers et/ou opérationnels directement liés à l'activité du périmètre acquis sur lesquels les managers ont toujours la main. *A bird in the hand is worth two in the bush.*

Barbara Jouffa, Gowling : On revient aux "basics" du M&A ! Il est toujours plus prudent de sécuriser le montant du cash au closing !

MdA : Peter, dans votre précédente maison, il y avait une équipe post intégration. C'était le savoir-faire de l'équipe qui faisait une dizaine d'acquisitions par an. Etes vous structuré de la même façon chez Invivo ?

Peter Harbula, Invivo Group : On a une équipe d'intégration qui est en train d'être rattachée au M&A. Pour les mêmes raisons. C'est facile d'acheter mais si on intègre mal, cela ne fonctionne pas, cela sera destructeur de valeur. Le PMI est aussi là pour faire intégrer les "Best Practice" dans le process M&A en vue de l'intégration, pas seulement pour le suivi de l'intégration. C'est fondamental. Je suis un fervent partisan d'intégrer le PMI dès les due diligence dans l'équipe projet. Pour diffuser les bonnes pratiques et faut attirer l'attention sur les synergies / dissynergies possibles.

Faustine Viala, Willkie Farr : Ce qui est intéressant pour nous en droit de la concurrence. Lorsque la période pre-closing est plus longue – ce qui est de plus en plus le cas – nous sommes beaucoup plus sollicités dans la préparation de l'intégration en particulier pour éviter d'être en Gun Jumping. Cela arrive de plus en plus. Récemment, une entreprise s'est encore faite condamnée par

l'autorité de la concurrence, sa participation minoritaire rampante dans la société ayant été considérée comme lui conférant d'ores et déjà un contrôle de fait, contrôle qui n'avait pas été notifié à l'autorité de la concurrence. Les clients ont pris conscience de tout cela. Nous sommes donc davantage sollicités pour leur dire ce qu'il est possible de faire et ne pas faire pendant cette période pré-closing. Cela devient des sujets beaucoup plus importants y compris dans le cadre des JV et coopérations. Si vous voulez que l'opération fonctionne, il faut être vigilant sur ce risque de "Gun Jumping" pendant la préparation de l'intégration.

Aurélien Bettas-Regalin, Cegid : Sur les plus grosses opérations nous avons même mis en place une charte de bonne conduite sur ce que nous pouvons faire et ne pas faire.

Faustine Viala, Willkie Farr : Oui cela se généralise et désormais nous sommes un acteur à part entière de la préparation de l'intégration.



Aurélien Bettas-Regalin, Cegid : Cette préparation a beaucoup de valeur car elle nous permet aussi d'arriver en départ lancé à T0 après le closing et de ne pas "onboarder" des parties prenantes au dernier moment.

Stéphane Hutten, Hogan Lovells : Que ce soit pour les fonds et les industriels, il y a un niveau de sophistication croissante. Quand on regarde comment les deals/manpacks sont structurés : avant l'exercice "Management Package" était une figure imposée normative et désormais je pense que d'ici quelques années l'on aura l'émergence d'un "package industriel" très normé. On voit bien qu'ils sont fait toujours un peu de la même façon.

MdA : Plus les deals s'allongent, plus le risque qu'ils n'aillent pas à leur terme augmente. Il semblerait qu'aujourd'hui 15% des deals achoppent.

Erwan Colder, PwC : C'est ce que l'on voyait en 2021 et 2022, des enchères qui s'arrêtent alors qu'elles

étaient fort avancées. Cela renvoie à l'incapacité à se mettre d'accord sur les valorisations.

Virginie Lazès, Rothschild & Co : Oui c'est quand même souvent lié à des problématiques de current trading. Quand tout allait bien on maintenait le deal même si le current trading n'était pas là. Désormais on se pose la question.

Stéphane Hutten, Hogan Lovells : On peut se demander si la baisse des volumes n'annoncent pas à terme une baisse des valorisations, un peu comme on le voit dans l'immobilier.

Erwan Colder, PwC : Il y a cela et la concentration de l'intérêt des

acquéreurs sur quelques secteurs, le "dry powder" et la nécessité de déployer fait que les acteurs du Private Equity vont accélérer. Ce qui a été très intéressant aussi c'est la créativité des vendeurs en matière de compte pro forma dans une période 2021 et 2022. On est parfois arrivé à des niveaux de prétention élevé et parfois déconnecté de la réalité. Mais cette période est un peu derrière nous.

Peter Harbula, Invivo Group : Je pense que 2023 devrait être encore une année qui va séparer le bon grain de l'ivraie. Les actifs de qualité qui ont subi un test de marché vont être très bien valorisés et les autres auront du mal à trouver preneur.

■ Le plan Ecophyto qu'est ce que c'est ?

➔ Le plan Écophyto II+ vient renforcer le plan précédent (plan Ecophyto II), en intégrant les actions prévues par le plan d'actions du 25 avril 2018 sur « les produits phytopharmaceutiques et une agriculture moins dépendante aux pesticides » d'une part, et celles du « plan de sortie du glyphosate » annoncé le 22 juin 2018 d'autre part.



Vincent Delmas, KPMG : Ce n'est pas du tout ce que l'on a vécu en 2008. A l'époque il y avait une baisse des volumes et rappelons quand même qu'un deal sur deux ne se faisait pas.

Aurélien Bettas-Regalin, Cegid : Pourquoi ? parce qu'aujourd'hui il y a plus d'argent en circulation qu'à l'époque.

Vincent Delmas, KPMG : Je pense aussi qu'il faut qu'on garde à l'esprit la remarque que nous avons faite sur les niveaux de current trading qu'on ne connaît pas encore. Et je pense que le 1er trimestre 2023 va déterminer la courbe de 2023. J'ai fait l'expérience de fonds qui préfèrent ne pas investir que de mettre à risque la performance de tout leur portefeuille en achetant un actif.

Barbara Jouffa, Gowling : Ce que je comprends c'est qu'ils veulent refaire des deals et dans certains secteurs, comme dans la tech, dans la santé, l'infrastructure ou le luxe, les sociétés démontrent encore une forte rentabilité et croissance.

Virginie Lazès, Rothschild & Co : Je pense qu'il y aura moins d'actifs mais beaucoup d'acheteurs qui vont se concentrer sur quelques secteurs, comme la tech/ santé/ éducation. Au début, les enchères vont commencer plus bas, en commençant à 10/12 vraisemblablement puis cela va monter à 13/15.

Vincent Delmas, KPMG : Même dans la santé, tous les sous-secteurs ne sont pas traités de la même façon selon qu'ils ont une dimension retail ou pas.

Virginie Lazès, Rothschild & Co :

Quand je dis 15 fois effectivement, je parle des actifs qui ont une profitabilité à 2 chiffres et une croissance à 2 chiffres et qui ont réussi à traverser 2022. Croissance avérée et profitabilité démontrée seront plus que jamais discriminants et cela limitera le nombre de secteurs "attractifs" comme la santé, la tech, l'éducation ou l'infra like.

Erwan Colder, PwC : C'est un secteur que je n'ai pas cité mais il y a l'énergie il y a beaucoup de deals qui vont se faire car à côté du Brownfield il y a aussi du green field. Il y a beaucoup d'argent dans l'infrastructure les et les objectifs de performances sont moindres et jusqu'ici au rendez vous.

Stéphane Hutten, Hogan Lovells: Ce qui va compter, c'est la performance relative.

Aurélien Bettas-Regalin, Cegid : J'ai l'impression que le spectre d'intervention des infrastructures ne cesse de grandir : à côté du core infra, on a de l'infra social, l'infra tech, l'infra like... On va bientôt arriver à l'infra "as a service"(rire)...

Stéphane Hutten, Hogan Lovells: Il y a aussi des mots magic, tech, résilience, infra dans les pitches de présentation...mais en réalité tous les actifs ne sont pas comme cela. D'ailleurs pour parler valorisation, en 2021 on annonçait un gros multiple d'emblée et cela passait. Désormais et même dans le software, quand les vendeurs annoncent des multiples très élevées, finalement il n'y a personne qui répond à l'offre et c'est très compliqué de descendre après cela.

Vincent Delmas, KPMG : C'est valable dans tous les secteurs.

Quand on ne laisse pas le process s'opérer naturellement et que l'ambition est trop forte, cela casse la dynamique du processus d'enchère.

Aurélien Bettas-Regalin, Cegid : Je suis d'accord. Pour revenir sur les 15-20% de deals qui ne vont pas à leur terme, nous faisons ce constat également. C'est d'ailleurs, la première fois en 3 ans que l'on sort de dossiers à cause de current trading qui sont trop loin des plans vendeurs. En marge, il y a toujours des actifs 5 étoiles qui font 30%+ de croissance d'ARR avec une rentabilité à 2 chiffres, pour ces sociétés les valorisations n'ont pas décotées, elles ont même relativement augmenté par rapport aux autres.

Barbara Jouffa, Gowling : Le software reste une valeur refuge de la tech.

Stéphane Hutten, Hogan Lovells: Mais est ce qu'il y a assez de sociétés innovantes?

Aurélien Bettas-Regalin, Cegid : Nous évoluons dans un secteur qui va très vite. Pour schématiser, nous voyons surtout de 2 types d'actifs :
- Les sujets déjà matures délivrant une croissance plutôt en ligne avec celle de leur marché (i.e. entre 4% et 9% sur nos secteurs). Sur le papier, cela peut sembler intéressant mais ces derniers surfent sur la croissance du marché sous-jacent sans véritablement créer de valeur additionnelle. Ce sont des actifs qui sont intéressants car souvent déjà rentables et peu risqués. Dans ces cas, et compte tenu du niveau de croissance, une valorisation uniquement basée sur l'ARR ne fait pas beaucoup de sens, nous valorisons donc aussi un niveau d'Ebitda.



- A l'autre bout du spectre, un autre type d'actifs, ce sont les sociétés technologiques qui ont levé beaucoup d'argent ces 24 derniers mois et qui sont en forte croissance, mais une croissance qui souvent accentue un déficit d'Ebitda déjà important, des modèles non viables à moyen et long terme donc. Aujourd'hui, ces acteurs sont à la croisée des chemins et leurs actionnaires (pour la majorité des fonds de Venture Capital) ajustent pour beaucoup leur thèse vers plus de rentabilité ou du moins l'atteinte du *break even*.

“De fait, je pense qu'en 2023 et 2024, ce recentrage vers la rentabilité va certainement créer des opportunités pour nous acheteurs stratégiques.”

Aurélien Bettas-Régalin



Néanmoins, ce changement de paradigme n'est pas sans turbulence pour des organisations et des dirigeants qui ont toujours été focus sur la croissance, quasiment à tout prix, mais très peu sur la rentabilité et la gestion des coûts. De fait, je pense qu'en 2023 et 2024, ce recentrage vers la rentabilité va certainement créer des opportunités pour nous acheteurs stratégiques.

Virginie Lazès, Rothschild & Co : C'est vrai qu'en début 2022 il y a eu encore quelques levées de fonds mais en réalité c'était des deals commencés fin 2021. Le marché du growth equity et du

Venture est fortement ralenti. Les boards ont demandé aux entreprises privilégier l'atteinte de la rentabilité et de ralentir la course à la croissance. Et avec de tels profils innovants mais rentables ou proche de la rentabilité, ces pépites pourront se rapprocher de sorties industrielles, ou IPO.

Stéphane Hutten, Hogan Lovells : Du reste, on pensait que beaucoup d'acteurs, de VC, allaient se positionner sur le growth equity et finalement cela n'est pas arrivé.

Barbara Jouffa, Gowling : Oui également car ils n'ont pas eu le temps. Ils ont constitué les équipes dans les fonds mais le marché des levées s'est aussitôt refermé. Cela repartira car ils sont prêts à investir mais pas sur les mêmes valorisations. L'offre est souvent décotée.

Peter Harbula, Invivo Group : La question est aussi de savoir si les dirigeants sont prêts à accepter ces nouvelles conditions... cela va être intéressant de voir l'acid test de la réalité avec les investisseurs ...

Virginie Lazès, Rothschild & Co : L'année 2022 a vraiment changé les états d'esprit et les perspectives, de nouveaux types de transactions réapparaissent (fusion entre égaux européens, rachat par des plateformes de consolidation de PE Growth, adossements industriels,..).

MdA : Pour clôturer les débats, je propose de finir sur une note positive. Aurélien disait que 2023 était une année d'opportunités. Quelles anticipations vous faites pour 2023 ?



Erwan Colder, PwC : Je pense que l'on sera dans une dynamique positive malgré la conjoncture. On rentre dans une période comme on en n'a pas connue. Mais je suis très confiant. Il y a des capitaux, de l'intelligence et les dernières années nous ont montré que les acteurs apprennent vite.

Lionel Gouget, Valtus : Nous allons rester sur une bonne dynamique sur le marché de la transition. On va avoir, je pense, encore beaucoup de sollicitations sur la partie intégration / consolidation / structuration y compris dans la partie Scale up, venture. Certainement des opérations de refinancement, levée de fonds, carve out, m&A (y compris distressed). Probablement les premiers dossiers de retournement et de gestion de crise (en espérant qu'on soit le plus possible en prévention). Avec toujours des aspects de pénurie de talents qui vont pousser les entreprises à s'adapter pour sécuriser / trouver les talents dans des cycles très incertains et nécessitant des "marins aguerris" (stratégies RH, qvt, comp&ben, structuration de "man pack" et d'actionariat salarié, recours plus important au management de transition ...)

Faustine Viala, Willkie Farr : En antitrust, nous le sentons déjà, nous sommes énormément et de plus en plus sollicités sur le long terme notamment parce qu'il y a beaucoup de consolidation. Nous avons aussi un sujet d'opportunité puisqu'il y a plusieurs deals qui font suite à des remèdes de la Commission pour lesquels nous sommes sollicités pour déterminer si notre

“Nos clients PE comme corporate vont devoir composer avec un nouveau texte européen sur les subventions étrangères et le développement et extension du périmètre des régimes foreign investment.”

Faustine Viala

client serait considéré par une autorité de concurrence comme le bon candidat à la reprise. Il faut avoir le bon conseil pour savoir comment présenter son dossier aux autorités. Nous avons également plusieurs dossiers de coopération entre concurrents avec un objectif green car cela se développe beaucoup. Et enfin au milieu de tout cela, nos clients PE comme corporate vont devoir composer avec un nouveau texte européen sur les subventions étrangères et le développement et extension du périmètre des régimes foreign investment. Donc l'année 2023 devrait être très très active.

Virginie Lazès, Rothschild & Co : On sort d'une période de forte croissance économique et de très fort financement de la tech et de l'innovation. On rentre maintenant dans une période de consolidation où les corporate et les plateformes de PE vont jouer un rôle central. Cela va générer beaucoup d'opérations de M&A. ■

