

27 Mars
2023



Chez Mayer Brown, 10 Avenue Hoche, 75008 Paris

LES RENCONTRES D'EXPERTS

LBO SMID CAP



LE PRIVATE EQUITY SE TOURNE

vers la création de valeur durable

Depuis 2000, les gains de productivité déclinent, notamment en Europe. Vieillesse de la population, efficacité déclinante des investissements, organisation du travail... Les pistes d'explications sont multiples, mais aucune ne permet d'appréhender simplement une notion complexe et difficile à mesurer. Un défi pour les économistes, mais aussi et surtout pour les entrepreneurs, les investisseurs et leurs conseils. Depuis deux ans, les modèles tournés vers les valeurs ESG et impact se multiplient. C'est particulièrement vrai au sein de l'écosystème du Private Equity. En l'espace de quelques années, on est passé d'intentions à des actions réelles, mesurables, qui augmentent la valeur de l'entreprise et fédèrent les équipes. Retour sur cette dynamique avec sept spécialistes.

MdA: Après une fin d'année 2022 plus calme en terme de dealflow, retrouve-t-on une nouvelle dynamique en 2023 ? Et dans quel secteur ?

Martin Naquet Radiguet, PwC : On est sensiblement sur la même trajectoire que fin 2022. En simplifiant un peu, les segments large cap et upper mid-cap sont très ralentis, à cause de la difficulté de mettre en place des financements, à cause des incertitudes macroéconomiques, et à cause des écarts de prix vendeur / acheteur. En revanche, les autres segments sur lesquels nous travaillons sont bien actifs : le Smid Cap PE qui n'a pas de problème de financement, les build-ups qui sont une bonne façon de déployer de l'argent pour les fonds et qui concernent toutes les géographies (Asie, Europe, Amériques), et les corporates qui développent des approches M&A à la fois stratégiques et opportunistes. Et je n'anticipe pas de changement important à court terme.

Mohamed Macaigne, KPMG : Je suis d'accord. Notre équipe Smid-

Cap est actuellement majoritairement sollicitée pour des build ups. Sur les premiers mois de 2023, la dynamique des croissances externes se poursuit car ces opérations sont plus digestes à financer et les multiples d'acquisitions sont plus accessibles. En revanche, on sent tout de même les managers face à un dilemme. Ils sont très attentifs aux enjeux macroéconomiques qui peuvent lourdement impacter les cash flows. Et dans le même temps, ils doivent avancer sur leur projet de croissance externe pour créer de la valeur.

Pierre Decré, Parquest : Sur la croissance externe, je rajouterai un point sur l'impact de la hausse des taux sur les valorisations. C'est mathématique : quand les taux montent et les valorisations sont censées baisser. Modulo la masse de capitaux à investir qui continue de mettre la pression sur les valeurs. Tout cela est une question d'offre et de demande. Donc les prix restent pour l'instant relativement élevés dans certains secteurs avec le risque, si les taux restent durablement élevés, de baisse des valeurs à la sortie : vous avez donc tout intérêt à faire du

build up pour, assez rapidement, faire baisser votre prix de revient.

Frédéric Mimoun, IdiCo : La politique de buy-and-build est en effet toujours très active et reste une equity story crédible dans la conjoncture actuelle. La longueur potentielle de "portage" des investissements que l'on peut observer sur le marché peut aussi être adressée par des opérations de recapitalisation. Par ailleurs, des opérations de "continuation funds" peuvent être également observées sur des "trophy assets" notamment en Mid to Large Cap plus sensible au robinet de crédit que les activités Small Cap sur lesquelles nous travaillons.

Pierre Decré, Parquest : Exactement. Ce qui est intéressant en ce moment c'est que l'on découvre à nouveau que l'énergie a de la valeur et que l'argent a de la valeur. Et ce n'est pas neutre parce que l'on a pris l'habitude que l'argent ne coûte rien. Désormais quand on prend un unitranche à 6-7% de marge plus l'Euribor (à 3%), on se retrouve avec un coût de la dette proche de 10%. Il faut avoir des activités florissantes et

Corinne Bach

► Elle est co-présidente de Carbometrix. Carbometrix produit des données de performance carbone fiables pour les institutions financières et les entreprises qu'elles financent. Ses clients sont des fonds d'investissement, des banques, des assureurs et des sociétés de conseil stratégique ou financier. Avec les solutions Carbometrix, elles sont ainsi à l'avant-garde des risques et opportunités liés à la transition climatique

► Elle siège au conseil d'administration de Getlink (ex Groupe Eurotunnel), société cotée sur Euronext et est présidente de son comité Ethique et RSE.

► Elle a été COO de Studiocanal, premier acteur européen de production et de distribution de films et de séries TV, vice-président de Vivendi Village et PDG de CanalOlympia, le premier réseau panafricain de salles de cinéma et de spectacle vivant en Afrique. Diplômée de l'Ecole Polytechnique et de Télécom Paris et titulaire d'un MBA de l'INSEAD.



en croissance pour absorber ce coût de la dette..

MdA : Maud, l'Unitranche vous en voyez moins du coup ?

Maud Bischoff, Mayer Brown : En parallèle de ce qui vient d'être dit, en effet l'année 2022 a été marquée par des deals LBO en SmidCap, d'importantes et nombreuses opérations de croissance externe pour les groupes d'une certaine importance, le refinancement de groupe mid et large (pour gérer des dettes arrivant à maturité ou des restructurations internes). Si le 3e trimestre a vu l'activité LBO se tarir, il y a eu une reprise sur les deals Smid cap en octobre/novembre avec des closings en fin d'année 2022 et début d'année 2023. Pour répondre à la question de la place de l'unitranche sur le marché actuel, je n'ai quasiment pas vu de financement full unitranche dernièrement sur les LBO Smid cap. La hausse des taux, et en particulier de l'EURIBOR, a évidemment son importance dans ce changement. Dans le cadre d'offres d'acquisition ces derniers mois, nous avons vu packager

des offres adossées d'un financement full unitranche (avec possibilité de transformation en Mezzanine ou

“Faire un bilan carbone c'est un peu comme une radiographie stratégique, on découvre dans l'activité de l'entreprise des zones de vulnérabilités et des zones de forces qu'on n'avait pas forcément imaginées avec les méthodes classiques. Les entreprises qui ont commencé à réfléchir sur le sujet sont celles qui vont créer le plus de valeur demain.”

Corinne Bach

PIK, sous réserve de l'obtention d'un financement Senior répondant

à certaines conditions) et ce afin de permettre les dépôts d'offre grâce à la réactivité des fonds de dettes et se laisser le temps pour mettre en place une dette senior pour l'acquisition. Ces structurations s'expliquent par les délais pour réunir un pool bancaire allant de 5 à 7 banques, les délais de tenue des comités bancaires, les contraintes internes limitant leur pourcentage de prise de participation et les différentes contraintes réglementaires liées notamment au respect du ratio de liquidité de la BCE et aux obligations de cession de créances dans le cadre de programme BCE. En effet, les réglementations se sont intensifiées et ont densifié la rédaction et les points d'attention des banques pour mettre en place un financement (FATCA, sanctions/anti-blanchiment/anti-corruption, DAC6, ratio et programmes BCE, critères ESG et la création de comités bancaires ESG).

MdA : On parle de hausse des taux, concrètement, on est sur quel pricing sur un financement LBO aujourd'hui ?



Martin Naquet-Radiguet

- Associé aisein du département Transaction Services de PwC France depuis 2003. Martin est responsable du Private Equity pour PwC France & Maghreb. Au cours des 26 dernières années, Martin Naquet-Radiguet a mené plus de 500 projets de due diligence, essentiellement pour des investisseurs financiers côté buy-side ou sell-side.
- Ses clients incluent un large portefeuille de fonds d'investissement mid-cap ou large-cap (Antin, Montagu, IK, Sagard, Motion EP, Qualium, Abenex, 3i, Adagia, Argos, Abenex, etc.), ainsi que des grands groupes français qu'il accompagne notamment à l'international.
- Parmi les projets menés par Martin au cours des 12 derniers mois figurent notamment les VDD sur Havea, Arkopharma, Nutravalia, Maincare, Compagnie des Desserts ou HolwegWeber et les due diligence buy-side sur Adhetec, Minlay, Origin ou Bâtisauté.

Maud Bischoff, Mayer Brown: Les taux de la dette senior sont entre 2,5% et 4,75%/5% en fonction des tranches (amortissable ou in fine) et ceux de la mezzanine sont entre 7 et 10% (avec des répartitions à 50/50 entre les intérêts cash et les intérêts PIK ou un tiers de l'intérêt cash capitalisable). Il faut rappeler qu'à ces taux s'ajoute l'Euribor, actuellement entre environ 3 et 3,5% (en fonction de la durée de la période d'intérêts sélectionnée).

La hausse de l'Euribor explique donc la tendance à favoriser une structure de financement avec de la dette bancaire.

Guillaume Dary, Adviso Partners : C'est vrai mais on arrive à obtenir des meilleurs taux en région avec des banques mutualistes. On est autour de 2% sur des deals primaires notamment. Dès que nous sommes sur un actif "prime" dans la santé, les logiciels ou l'éducation par exemple, les banquiers proposent des taux très intéressants.. On peut en outre venir améliorer ce taux avec des prêts à impact ESG...

MdA : Frédéric, de mémoire, vous étiez un peu le champion du Build

“Certains segments restent bien actifs : le Smid Cap PE qui n'a pas de problème de financement, les build-ups qui sont une bonne façon de déployer de l'argent pour les fonds et qui concernent toutes les géographies (Asie, Europe, Amériques), et les corporates qui développent des approches M&A à la fois stratégiques et opportunistes.”

Martin Naquet-Radiguet

Up il y a dix huit mois. 2022 a-t-elle été aussi dynamique de ce point de vue là ?

Frédéric Mimoun, idiCo : Nous sommes en effet toujours très actifs sur les build-up dans notre portefeuille avec en moyenne 1 build-up par participation à minima, avec quelques cas plus actifs par nature, car positionnés sur des marchés atomisés, comme : NutriDry, société de conception et distribution de produits lyophilisés et déshydratés, accompagné par nos équipes depuis tout juste deux ans et quatre build-up réalisés à date ou Batiweb, plateforme d'intermédiation dans la rénovation notamment énergétique avec quatre build-up réalisés également ou Taléo, société de conseil en services financiers avec un premier build-up réalisé six mois post closing de notre OBO.

MdA : J'y pense, vous avez dans votre portefeuille une société Tennaxia. J'imagine que vous avez fait votre bilan Carbone. Est-ce que l'ESG est clé dans la réalisation d'un deal ?

Frédéric Mimoun, IdiCo : Oui c'est très juste, Tennaxia a fait récemment l'objet d'une très belle sortie au profit d'un actionnaire spécialiste dans le

Pierre Decré

- Pierre Decré a plus de 30 ans d'expérience dans le private equity. Il a commencé sa carrière à la Financière Saint Dominique en 1989 qu'il a quitté 8 ans plus tard pour rejoindre SG European Private Equity.
- Depuis 2002, il est associé de Parquest et a accompagné des participations comme Polyexpert, Caillau, Erès, Accès Industrie, JVS, Advens, Tediber et Carat Capital Discrète, l'équipe de Parquest fait partie des équipes françaises les plus performantes sur le Lower Mid-Cap.
- Elle cible des sociétés de 20 à 200 M€ de valorisation. Parquest a notamment reçu notamment le prix de firme de Private Equity de l'année en 2017, récompensant le parcours de croissance de Vivalto Santé et Unither (3,8x). En 2022 et début 2023, Parquest a investi dans Imaneo et Xelya et cédé Adit et Unither au capital desquels elle a réinvesti.



soft au cours de laquelle nous avons poursuivi notre accompagnement en minoritaire deux ans après avoir sourcé en gré-à-gré le leader français en ESG/HSE. Son activité principale de soft s'étant diversifiée depuis notre accompagnement vers des missions de bilan carbone, nous sommes en effet très utilisateur de cette prestation que nous avons étendue sur toutes les participations Small Cap gérées par idiCo. Le principe de croissance durable est pour nos équipes idiCo un axe clé de sourcing et de différenciation fort : nos trois équipes réalisent des Due Diligence spécifiques ESG à l'entrée et à la sortie de nos investissements et mettons à l'ordre du jour à minima d'un Board par an le pilotage des axes ESG partagés à l'entrée avec les Dirigeants. De plus, nous avons créé une disposition propre à idiCo basée sur un bonus ESG qui permet de démocratiser le partage de la création de valeurs au profit des salariés de la société à la sortie de notre investissement suivant la réalisation de trois/cinq enjeux ESG agréés avec le management. Le bilan Carbone est un

des axes ESG valorisés dans ce schéma incitatif dédié.

“On découvre à nouveau que l'énergie a de la valeur et que l'argent a de la valeur. Et ce n'est pas neutre parce que l'on a pris l'habitude que l'argent ne coûte rien. Désormais quand on prend un unitranche à 6-7% de marge plus l'Euribor (à 3%), on se retrouve avec un coût de la dette proche de 10%.”

Pierre Decré

Pierre Decré, Parquest : Je trouve que l'acculturation ESG a énormément progressé dans le marché en général chez les GPs et les LPs. On essaye de le faire dans nos participations depuis quelques années. L'accueil

des dirigeants a également beaucoup progressé. Certains étaient des "early adopters" sur le sujet et sont ravis que les fonds mettent le sujet sur la table et soient supportifs. Mais les sceptiques sont aussi de plus en plus preneurs de se faire emmener et aider car le sujet est prégnant aujourd'hui. La plupart ne savent pas du tout par quel bout le prendre. Et c'est là que l'on récupère a un rôle de pédagogie avec une approche qui n'est pas coercitive avec uniquement tournées sur "mesures et reporting... etc". On essaye de mettre l'ESG au cœur de la stratégie des entreprises pour que cela crée de la valeur.

MdA : Chez Parquest, le sujet ESG a été pris en compte très tôt il me semble. Vous avez aussi fait votre bilan carbone ?

Pierre Decré, Parquest : On a fait le bilan carbone de la société de gestion et on s'est engagé à le faire, dans le cas de notre levée de fonds en article 8, dans tout notre portefeuille de façon progressive.



Maud Bischoff

- Avocate au Barreau de Paris, Maud Bischoff est associée dans le département Banking & Finance de Mayer Brown à Paris.
- Maud conseille des fonds d'investissement de première importance, des groupes et des fonds de dette dans le cadre de diverses opérations de financement (unitranche, senior/mezzanine et super-senior dans le contexte d'acquisitions domestiques et transfrontalières et d'actifs immobiliers. Elle intervient également à l'occasion d'opérations de structuration de dette.
- Avant de rejoindre Mayer Brown, Maud a exercé durant de nombreuses années au sein de cabinets de premier plan au Luxembourg et à Paris.

MdA : Corinne, vous êtes en première ligne pour mesurer cette acculturation ESG. Vous partagez l'analyse de Pierre ?

Corinne Bach, Carbometrix : Je partage ce que disait Pierre. On a vu des GPs qui ont pris des engagements très forts notamment en indexant leur carried sur des données de performances carbone. Décarboner aujourd'hui, c'est certes indispensable mais aussi très dur. Ce sont des transformations importantes pour les entreprises. Les émissions de gaz à effet de serre ou le carbone est un indicateur indirect pour comprendre comment mon activité est dépendante des énergies fossiles. Il y a ce que l'on voit directement ou les émissions directes liées à la combustion de pétrole ou de gaz mais il y en a beaucoup d'autres notamment dans la supply chain. Faire un bilan carbone est un peu comme une radiographie stratégique, on découvre dans l'activité de l'entreprise des zones de vulnérabilités et des zones de forces qu'on n'avait pas forcément imaginées avec les méthodes classiques.

“Dans le cadre d'offres d'acquisition ces derniers mois, nous avons vu packager des offres adossées d'un financement full unitranche (avec possibilité de transformation en Mezzanine ou PIK, sous réserve de l'obtention d'un financement Senior répondant à certaines conditions) et ce afin de permettre les dépôts d'offre grâce à la réactivité des fonds de dettes et se laisser le temps pour mettre en place une dette senior pour l'acquisition.”

Maud Bischoff

Les entreprises qui ont commencé à réfléchir sur le sujet sont celles qui vont créer le plus de valeur demain. Elles se demandent : Quelles sont mes émissions directes et indirectes ? Sur lesquelles puis-je avoir de l'impact ? Il appartient aux entreprises et aux investisseurs qui les financent d'y réfléchir car c'est essentiel pour la résilience de leur activité dans les 3 à 5 prochaines années. La bonne nouvelle c'est que les fonds pensent désormais climat et "ESG". Ils ont recruté et structurent leur démarche. En parallèle, le niveau d'exigence des LPs s'est renforcé. Aujourd'hui pour lever des fonds, si vous n'êtes pas "article 8" a minima c'est juste impensable. Je vois de plus en plus de fonds qui ont vraiment envie de se différencier en faisant la preuve du sérieux de leur thèse d'investissement "ESG" ou climat avec des indicateurs extra-financiers comme la trajectoire de l'intensité carbone de leur portefeuille, la contribution à la transition énergie climat.

MdA : Jusqu'ici on avait du mal à mesurer la création de valeur

Frédéric Mimoun

- Frédéric Mimoun est associé de l'équipe Capital Développement & Transmission Small Cap d'Omnes qu'il a rejoint en septembre 2016.
- Frédéric Mimoun a démarré sa carrière chez Arthur Andersen, puis à la SG Hambros en M&A à Londres. Il retourne en France pour rejoindre la Royal Bank of Scotland en charge des équipes d'origination Leveraged Finance, avant de rejoindre Nixen Partners. Frédéric Mimoun était depuis 2015 Responsable du pôle Private Debt pour la France et le Benelux chez BlackRock
- Diplômé de l'Ecole Spéciale des Travaux Publics Paris, Frédéric est actuellement Board Member notamment de Tennaxia, Batiweb, ABMI, Opportunity, Taleo et NutriDry



financière liée à l'ESG ? Est-ce qu'on y arrive désormais ?

Corinne Bach, Carbometrix : On évalue entre 30 et 50 entreprises par mois sur la dimension carbone et on peut voir des différences très significatives de performance pour des entreprises du même secteur. C'est encore tôt pour mesurer précisément la création de valeur financière liée à l'ESG ou la maturité climat mais cela est en train de changer notamment en ce qui concerne l'accès au financement. Les investisseurs y sont attentifs. Nous voyons fleurir des prêts indexés sur l'atteinte d'objectif de décarbonation. Sur les marchés cotés, les entreprises vertes ou disposant d'un taux non négligeable d'alignement avec la taxonomie européenne sont des actifs rares. Elles peuvent lever de l'argent à de très bonnes conditions.

MdA : C'est long à mettre en place un bilan carbone ?

Corinne Bach, Carbometrix : On a une solution qui nous permet de

“Le principe de croissance durable est pour nos équipes idiCo un axe clé de sourcing et de différenciation forts. Nous avons créé une disposition propre à idiCo basée sur un bonus ESG qui permet de démocratiser le partage de la création de valeurs au profit des salariés de la société à la sortie de notre investissement suivant la réalisation de trois/cinq enjeux ESG agréés avec le management.”

Frédéric Mimoun

délivrer un résultat en 2 à 6 semaines.

Guillaume Dary, Adviso Partners :

Je pense que la prochaine étape est de parvenir à quantifier ces données extra-financières liées à l'impact. A terme, on devrait aboutir à un Ebitda ajusté "Impact". Il est possible que cet agrégat devienne la norme d'ici peu...

Corinne Bach, Carbometrix : Oui c'est exact. Après il y a la question de savoir comment on valorise la tonne de carbone. Il y a le prix donné par les économistes, à 200 euros la tonne, le marché des quotas européens qui est à 80 euros la tonne pour les industries très émissives et il y a le marché carbone volontaire entre 3 et 20 euros. Donc il n'y a pas de valeur uniforme de la tonne. Si on souhaitait transformer réellement notre économie, il faudrait plutôt qu'elle soit à 200 euros comme le préconisent les économistes.

MdA : Les bilans carbone. Est-ce que cela s'adresse uniquement aux PME, ETI. Une TPE peut le faire aussi ? C'est cher à mettre en place ?

Corinne Bach, Carbometrix : La taille importe peu pour réaliser des



Mohamed Macaigne

- Mohamed Macaigne est associé dans le département Transaction Services de KPMG à Paris. Il intervient dans le cadre de due diligences financières d'acquisition et de cession réalisées en France et à l'étranger. Mohamed conseille une clientèle composée de fonds d'investissement et de grands groupes industriels. Récemment, il est intervenu lors des cessions de Carrefour Taiwan, LMB Aerospace et Ventana ou encore lors des acquisitions d'Aroma-Zone ou du groupe Ventana. Il a également réalisé des opérations de build-up pour les groupes Charlois, Sicame et Emera.
- 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 : due 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.

bilans carbone. On intervient pour tout type d'entreprise, de la start up à la grande entreprise. Les tarifs oscillent entre 2000 et 20 000 euros. C'est finalement accessible à tous dès lors que la volonté est là.

Pierre Decré, Parquest : Comme un bilan carbone oblige à regarder l'amont, notamment les fournisseurs, cela signifie pour une PME qui travaille avec des grandes entreprises qu'elle est incluse dans le scope du bilan carbone de son client et qu'elle peut, à terme, se faire référencer. En revanche, si elle est en avance sur le sujet, cela peut être un vrai avantage dans son référencement client.

Maud Bischoff, Mayer Brown : Pour rebondir sur les propos de Corinne, à la suite de l'entrée en vigueur de la Loi Pacte, les clauses et critères ESG ont vu leur apparition dans les documentations de financement afin de permettre aux emprunteurs d'ajuster à la baisse leur niveau de marge en fonction du respect de certains critères. En 2022, ces clauses

“Notre équipe Smid-Cap est actuellement majoritairement sollicitée pour des build ups. Sur les premiers mois de 2023, la dynamique des croissances externes se poursuit car ces opérations sont plus digestes à financer et les multiples d'acquisitions sont plus accessibles.”

Mohamed Macaigne

s'étant multipliées, les banques ont commencé à imposer un ajustement à la hausse comme à la baisse.

Martin Naquet Radiguet, PwC : Combiner la carotte et le bâton c'est

toujours ce qu'il y a de plus en plus efficace !

Maud Bischoff, Mayer Brown : En tant que conseil juridique, nous avons été amenés à travailler avec nos clients sur des benchmarks de catégories (responsabilité employeur, responsabilité sociale, responsabilité achats, respect et préservation de l'environnement) et niveaux de critères utilisables dans les contrats de financement. Les éléments clés que nous sélectionnons avec nos clients sont le plus souvent : la décarbonation, la place des femmes dans les comités de direction, la formation de salariés, la mise en place de charte éthique pour que cela infuse dans toute l'entreprise... et enfin pour abonder dans le sens de Pierre, le choix de fournisseurs ayant eux-mêmes signés une charte éthique. Ces sujets sont fondamentaux pour les entreprises et nous avons noté de fortes prises de décisions chez nos clients en 2022. Ce mouvement s'intensifie dans les banques également qui ont mis en place depuis peu des comités ESG et proposent leurs services de

Guillaume Dary

- En charge du développement de la région Grand-Ouest, Guillaume DARY bénéficie de plus de 20 ans d'expérience en conseil en fusions-acquisitions et a réalisé près de 50 opérations pour le compte de groupes industriels et de fonds d'investissement, tant pour des levées de fonds, que des acquisitions ou des cessions
- Guillaume Dary a commencé sa vie professionnelle au CREDIT AGRICOLE INDOSUEZ à Hong Kong en 2000, avant de rejoindre L'LIONE & ASSOCIES de 2003 à 2007. Il a ensuite rejoint PWC CORPORATE FINANCE et ouvert le bureau à Nantes en 2011. En 2016, il rejoint ADVISO PARTNERS en tant que Directeur Associé puis est nommé Associé en 2017 en charge de la région Grand Ouest (Bretagne et Pays de Loire)
- Passionné de permaculture et des enjeux liés à la fragilité humaine dans nos sociétés, Guillaume DARY est à titre personnel engagé en faveur d'associations autour du lien social.



coordinateur ESG contre le paiement d'une commission.

MdA : Frédéric, l'ESG se pose dans les questions du financement sur votre segment ?

Frédéric Mimoun, IdiCo : A mon sens, peu de banques en lower small cap (< 10 M€) valorisent les enjeux ESG comme des éléments intrinsèques d'origination/différenciation/monitoring dans le partage de valeurs - ceci étant, quelques banques comme notre Anchor investor historique, LCL, fait des enjeux ESG un véritable indicateur dans l'origination et le pilotage de la performance. Par exemple, grâce à notre relation historique entre IdiCo Small Cap et le LCL, nous avons pu établir un partenariat win-win avec Tennaxia dès notre entrée au capital.

Guillaume Dary, Adviso Partners : Sur les sujets ESG, la première condition est que le dirigeant ait fait ou amorcé sa « mue » vers une transition environnementale et/ou sociétale. Chez Adviso Partners, nous

“Alter Equity ou Citizen Capital qui se sont créés avec des fonds de 30 ou 40 M€ et qui lèvent aujourd'hui plus de 100 M€. Leurs performances semblent donc avoir été au rendez-vous. Aujourd'hui, on voit des fonds comme Meridiam, FASI ou Raise Impact investir des tickets de plus de 15 M€ en minoritaire. Devant cet « Impact dry powder », il y a finalement peu d'entreprises dont l'activité principale a un impact fort et positif sur les personnes et l'environnement.”

Guillaume Dary

avons créé une activité « Impact » pour accompagner les dirigeants sur ces enjeux.

MdA : Adviso Partners est une des rares banques d'affaires qui a une branche impact. Et on voit de plus en plus de deals sur le sujet. Concrètement, qu'est ce cela représente dans l'activité dans son ensemble ?

Guillaume Dary, Adviso Partners : On a commencé notre propre « mue » il y a déjà 5 - 6 ans . Cela représente aujourd'hui environ 20% de nos honoraires. Nous sommes en plein audit BCorp, après être devenus une Entreprise à Mission l'année dernière; Cela implique une hygiène interne qui nous oblige à ne pas travailler dans quelques secteurs « exposés ».

De même, lorsque l'on accompagne un dirigeant dans son opération, nous privilégions les dirigeants qui ont l'intention ou ont déjà engagé la société sur les enjeux de transition.



MdA : Est-ce qu'il y a une prime liée à la maturité ESG dans les valorisations ?

Guillaume Dary, Adviso Partners : Oui très clairement. Dans certaines transactions, on observe un appétit plus important sur les entreprises dont le business model est lié à l'impact. Une « bulle verte » serait-elle en train d'émerger ?

Martin Naquet Radiguet, PwC : tu le vois quand on a des fonds d'impact. Il sont des terrains de jeu assez restreints et ils ne peuvent pas louper un dossier. Ils sont prêts à payer 1 ou 2 tours de multiples.

Frédéric Mimoun, IdiCo : Guillaume, as-tu du recul chiffré sur cette survalorisation liée à une zone de chalandise encore limitée nativement ?

Guillaume Dary, Adviso Partners : Je vais répondre différemment. Il y a une première génération de fonds tels que Alter Equity ou Citizen Capital qui se sont créés avec des fonds de 30 ou 40 M€ et qui lèvent aujourd'hui plus de 100 M€. Leurs performances semblent donc avoir été au rendez-vous. Aujourd'hui, on voit des fonds comme Meridiam, FASI ou Raise Impact investir des tickets de plus de 15 M€ en minoritaire. Devant cet « Impact dry powder », il y a finalement peu d'entreprises dont l'activité principale a un impact fort et positif sur les personnes et l'environnement. L'océan bleu, ce sont les entreprises plus traditionnelles dont le dirigeant a fait sa mue et qui s'est engagé dans un processus de transition. Je relocalise en France, je me tourne vers des produits et/ou fournisseurs plus écoresponsables etc.... Sur ce sujet, il me semble que Raise a été un des pionniers.

MdA : La question quand on est article 8 : où est-ce que l'on doit investir ou pas ?

Pierre Decré, Parquest : L'article 8

porte plutôt sur des engagements de faire dans l'accompagnement ESG des entreprises dans une logique de trajectoire plutôt que de dire dans quel secteur on doit investir ou pas. Les exclusions d'investissements sont traitées directement avec les LPs qui négocient la liste des exclusions et on voit clairement une évolution par rapport à il y a 5 ans avec une liste de plus en plus longue. Cela dépasse largement les secteurs comme les armes, la pornographie...qui étaient la première dimension d'exclusion pour intégrer des industries très carbonées par exemple. Cela fait 30 ans que je fais ce métier. Les bons deals que l'on a fait ont toujours beaucoup reposé sur la transformation que l'on a apportée : par exemple, acheter une entreprise en primaire un peu opaque avec une activité très dépendant de son dirigeant et la structurer sur le plan financier et managérial permet de créer de la valeur à la sortie. Je vois le même phénomène se produire autour de l'ESG. De la même manière qu'une entreprise prend de la valeur parce que vous l'avez organisée sur tous les sujets classiques du Private Equity, cette dimension-là ajoutera une brique de plus à la création de valeur.

MdA : Effectivement pour rebondir sur les fonds articles 9. Pour en avoir questionné quelques fonds, il semble que les exclusions n'étaient au final pas si grandes. Ce qui importe surtout c'est la trajectoire de décarbonation envisagée. Corinne qu'en pensez vous ?

Corinne Bach, Carbometrix : Il y a pas mal de liberté laissée au gestionnaire du fonds qui peut définir qu'est ce que l'impact. Dans l'article 9, il faut montrer que l'investissement contribue aux objectifs de développement durable. Cela peut être sociétal et environnemental. Ce que nous constatons c'est que la décarbonation y a toujours une place très importante.

Guillaume Dary, Adviso Partners :

La bonne nouvelle c'est que la communauté financière a pris conscience que l'impact était une source d'opportunité et de création de valeur, et non plus une contrainte !

Frédéric Mimoun, IdiCo : Le développement territorial, la relocalisation industrielle, l'inclusion sont autant d'axes opérationnels et stratégiques travaillés par nos participations qui s'intègrent parfaitement dans les enjeux ESG que nous suivons activement. La mue faite par les Dirigeants et tout l'écosystème de la communauté financière est très salvateur et participe à la pédagogie d'autres un peu plus récalcitrants. Il y a probablement cinq/six ans, on faisait de l'ESG sans l'appeler comme tel. Désormais, c'est une valeur intrinsèque que l'on suit précisément, avec des ressources internes, des missions de conseils externes et des outils de suivi de performance extra-financière sans oublier d'incentiver les forces vives des entreprises que l'on accompagne sur la réalisation de ces enjeux spécifiques.

MdA : Pierre vous disiez que vous étiez passé Article 8 finalement assez facilement. Cela veut dire sans doute que les valeurs ESG étaient déjà dans l'ADN de l'équipe ?

Pierre Decré, Parquest : L'article 8 suppose de se structurer et de respecter certaines règles et valeurs. On a fait auditer notre process par PwC qui est leader du marché et structuré notre démarche ESG. Sans le savoir, nous n'en étions pas éloignés et la marche à franchir a été raisonnable !

MdA : L'équipe ESG de PwC n'arrête pas de grandir. Elle a doublé ou triplé en 3 ans, n'est ce pas ?

Martin Naquet Radiguet, PwC : C'est le sens de l'histoire. L'équipe emmenée par Emilie Bobin et Sylvain Lambert s'est effectivement énormément développée. Elle compte désormais plus de 100 collaborateurs



aujourd'hui et continue à recruter. Nous avons par ailleurs une approche très transversale de l'ESG, visant à l'intégrer complètement au sein des équipes de chacun de nos métiers. Et on observe d'ailleurs une propension assez marquée des GPs à venir recruter des collaborateurs mais aussi de plus en plus de collaboratrices chez nous. Conserver nos talents n'est pas chose facile..

Maud Bischoff, Mayer Brown: Il n'y a pas que l'influence des LPs qui a poussé les fonds d'investissement à rechercher la féminisation des équipes mais également la signature de la charte France Invest par de nombreux fonds d'investissement.

MdA : Effectivement. Chez KPMG et IdiCo, la dynamique ESG est-elle aussi forte ?

Mohamed Macaigne, KPMG : Aujourd'hui, l'ESG est l'un des investissements les plus conséquents pour les cabinets de conseil. Notre cabinet a déployé au niveau mondial une enveloppe d'1,5 milliard de dollars à un programme d'accélération ESG en 3 ans, et est passé Entreprise à Mission en France l'année dernière. On sent

une prise de conscience qui progresse et c'est d'ailleurs assez frappant de voir comment la volonté d'aller dans le bon sens est passée du simple appel à une due diligence à une réelle intégration dans la réflexion financière. Nous avons donc fait le choix de loger l'équipe qui conduit les due diligences ESG au sein de l'équipe Transactions services pour traduire les impacts financiers sur les Ebitda ajustés. Cela doit être discuté au centre de la négociation. Plus largement, l'ESG pénètre les sujets stratégiques. Notre pôle ESG est très transversal et regroupe une centaine de professionnels de différents métiers. Compte tenu de l'évolution de la réglementation et de la prise de conscience de l'écosystème économique, ce département devrait quadrupler dans les 2 années à venir.

MdA : Chez IdiCo, comment s'infuse l'ESG ?

Frédéric Mimoun, IdiCo : Comme indiqué plus haut, au sein des équipes IdiCo, la croissance durable est un axe majeur que l'on développe en permanence au travers de plusieurs axes et initiatives : un processus systématique de Due Diligence ESG à l'entrée et à la sortie de chaque participation,

accompagné d'un pilotage à minima une fois par an des axes ESG à l'occasion d'un Board spécifique, et de bilans carbone systématiques sur toutes nos participations - réalisées par notre participation Tennaxia. En complément de ces analyses et suivi ESG, un monitoring des performances extra-financières sur toutes nos participations est réalisé via l'outil Tennaxia - grâce auquel nous pouvons comparer par secteur d'activité les enjeux identifiés sur un secteur d'activité pour les scorer ensuite. Pour aller plus loin, un schéma d'incentive au profit des salariés des entreprises que l'on accompagne est à l'étude suivant un bonus ESG / application de la Loi Pacte sur un partage de surperformance de nos fonds afin de faire infuser au plus grand nombre ces enjeux majeurs. Une ressource a d'ailleurs été récemment recrutée au sein d'IdiCo pour piloter activement les enjeux ESG au sein de la société de gestion et de nos participations. A l'échelle de l'équipe Small Cap, 40% des effectifs sont des femmes.

MdA : Chez Parquest, vous êtes à la parité dans l'équipe d'investissement ?



Pierre Decré, Parquest : Dans l'équipe d'investissement, on est un tiers de femmes depuis plusieurs années avant même de signer les chartes. On a une politique incitative en la matière..

Martin Naquet Radiguet, PwC : Je ne sais pas si c'est un mouvement qui va se généraliser, mais on a eu des cas où certains GPs nous demandent d'avoir une certaine proportion de femmes dans les équipes de conseil qui les servent.

MdA : En cabinet d'avocats, vous avez peut-être moins ce problème de parité ?

Maud Bischoff, Mayer Brown : Il y a globalement toujours eu plus de femmes collaboratrices que d'hommes car les promotions de l'EFB sont très féminines. Si les cabinets associent plus de femmes ces dernières années, des progrès sont encore à faire pour accéder à une parité et nous travaillons collectivement en ce sens.

Corinne Bach, Carbometrix : Les femmes attirent les femmes. Il est important de pouvoir montrer l'exemple.

Martin Naquet Radiguet, PwC : Le recrutement est un enjeu mais la rétention l'est tout autant. Depuis le covid la façon de penser son travail a changé, et les comportements ont évolué drastiquement.

MdA : Compte tenu de l'inflation, la hausse des taux, des valorisations quand même élevées, les thèses d'investissement sont-elles différentes ? Les build-up qui représentent déjà 72% des transactions selon Bain vont ils encore prendre de l'ampleur ?

Pierre Decré, Parquest : Oui clairement. Cependant, sur les valorisations, j'observe quand même une baisse dans certains secteurs en surchauffe l'an passé, notamment sur les entreprises de croissance où l'on revient, de manière raisonnable, sur des valeurs plus axées sur la rentabilité que sur la croissance. Et depuis 5 mois, sur des dossiers "imparfaits", je les vois sortir 20- 30 % moins chers que les prix anticipés six mois avant.. J'ai le sentiment que les défauts ignorés encore il y a 6/9 mois ressortent plus aujourd'hui et cela a un impact

sur les valorisations.

MdA : Si les valorisations baissent, 2023 peut devenir un très bon millésime...

Pierre Decré, Parquest : Depuis un ou deux ans, nous avons commencé à acheter des entreprises plus petites pour les faire grandir avec plus de build ups de manière à ce que la valeur d'entrée de la première brique d'une plateforme soit moins significative dans l'économie globale de l'opération, ce qui permet d'investir sans attendre que les valorisations baissent mais d'en profiter à plein si et quand elles baissent.

Martin Naquet Radiguet, PwC : La réalité c'est que la baisse des valorisations est plus marquée que les moyennes qui sont généralement présentées, car les deals d'aujourd'hui concernent avant tout des actifs premium, ce qui n'était pas le cas il y a 18 mois. Et beaucoup de deals ne se font pas car on n'arrive pas à matcher les attentes de prix des vendeurs et ce



que les acheteurs proposent.

MdA : C'est ce que l'on a observé historiquement à chaque crise. En 2008, un deal sur deux avortait. Avez-vous une idée du taux de transformation aujourd'hui ?

Martin Naquet Radiguet, PwC : C'est toujours compliqué de le savoir précisément. Il y a des deals qui ne se lancent pas ou qui s'arrêtent avant la phase de process structurés. Mon sentiment c'est que le taux d'échec devrait représenter au moins 25% des opérations.

Guillaume Dary, Adviso Partners : Martin ne doit pas être loin de la réalité sachant que le taux moyen des deals qui avortent est de l'ordre 25% en banque d'affaires. Ensuite,

il faut sans doute distinguer selon les secteurs et les tailles de deals. Le mid cap est assez protégé.

Martin Naquet Radiguet, PwC : D'autant que la dette est toujours là pour les deals en Smid-Cap. C'est parfois plus long à mettre en place mais on y arrive.

MdA : D'autant que les fonds de dette, encore peu présents en 2008, sont désormais de plus en plus actifs et contribuent sans doute à la concrétisation des deals.

Frédéric Mimoun, IdiCo : Oui les fonds de dette sont très présents quelque soit les secteurs d'activité. La flexibilité et la rapidité des uns en contrepartie d'un rendement

plus élevé vis-à-vis d'autres. A l'entrée, il est rare que l'on finance une participation dans une société avec l'aide d'un fonds de dette - en revanche, à la sortie, il n'est pas rare de proposer aux acquéreurs potentiels le recours à un fonds de dette en staple financing ou pas, compte tenu du changement d'échelle pour accompagner une PME en ETI, plus éligible aux exigences de ces acteurs.

MdA : La transformation totale suppose sans doute aussi une durée de détention plus longue aussi non ?

Frédéric Mimoun, IdiCo : Oui la transformation d'une "belle endormie" peut prendre en effet du temps. Mais c'est aussi notre

responsabilité et pour ce faire de bien appréhender les enjeux pour dès le closing être en départ lancé. Par exemple, nous avons originé en direct une société de conseil en ingénierie, ABMI, en 2018 et avons réalisé pendant près de 6 mois des Due Diligence extensives avec deux Operating Partner qui ont accompagné la transformation opérationnelle de la société : rationalisation d'activités, création d'une vraie marque employeur, facilitation du retention/accompagnement et stimulation du recrutement, partage de best practices commerciales et opérationnelles, tout en démocratisant massivement l'accès au capital par ses salariés... Le tout ayant conduit à quadrupler la marge d'Ebitda en quatre ans. De nombreux chantiers menés la main dans la main avec le management, et les acquéreurs potentiels ne s'y sont pas trompés en valorisant non seulement le parcours de croissance rentable de la société et la création de valeur extra-financière ESG qui a plu à House of HR en 2022, devenu le nouvel actionnaire majoritaire d'ABMI.

Guillaume Dary, Adviso Partners : Je confirme. Sur les opérations de LBO, les VDD ESG vont devenir indispensables. Chez Adviso Partners, dans la conduite de nos process, nous réfléchissons à une offre dédiée avec des partenariats spécifiques pour prendre à notre charge tout ou partie du bilan carbone de l'entreprise que nous accompagnons

MdA : Pour finir sur une note positive ? Historiquement, le PE est la classe d'actifs la plus performante sur longue durée. Qu'est ce que l'on vend à ses LPs



aujourd'hui pour réaliser des performances aussi bonnes ?

Pierre Decré, Parquest : On peut rester très positif sur cette classe d'actifs à moyen terme. Pour répondre à votre question, on continue à vendre à nos investisseurs institutionnels la même attente de performance qu'on leur vendait lors de notre levée précédente (mais que nous avons dépassée). Mais avec une stratégie de plus en plus pointue en termes de secteur car c'est le bon moyen d'être retenu par des dirigeants qui sont désormais plus exigeants avec leur GPs. Ils sont passés en 30 ans de : "je veux un partenaire financier qui ne m'ennuie pas trop" à la recherche d'un "vrai partenaire qui va m'aider à créer de la valeur". On a besoin d'être crédible en terme de secteur pour être capable d'aider les dirigeants, sans se substituer à ce qu'ils font, à délivrer une stratégie ambitieuse nécessaire pour continuer à créer de la valeur. Cela passe par la démonstration d'un track record sectoriel

Mohamed Macaigne, KPMG : On retrouve cette attente coté conseil : on nous demande aussi toujours plus d'expertise sectorielle pour participer aux réflexions amont sur la création de valeur d'un investissement, notamment par le biais de benchmarks.

Cette tendance à la sectorisation s'est accélérée ces dernières années.

Martin Naquet Radiguet, PwC : C'est vrai que les sous-jacents sont concentrés sur quelques secteurs. Je dirais que 80% des deals que l'on fait aujourd'hui sont en Santé, Services, Education, Tech....

Pierre Decré, Parquest : Oui et l'étude de Bain Capital est assez parlante à cet égard; les auteurs ont répertorié tous les deals depuis cinq ans qui montrent bien les dynamiques sectorielles. Le Software doit représenter 20% de l'ensemble des deals dans le monde. De même, la santé reste très présente.

Mohamed Macaigne, KPMG : Ce qui est intéressant c'est aussi de constater que certains secteurs rebondissent. On voit plus de dossiers dans l'industrie, dans l'aéronautique, ou dans l'automobile.

Maud Bischoff, Mayer Brown : Je partage totalement cette analyse sur les secteurs dynamiques et ai également pu voir des deals portant sur des entreprises produisant des matériaux très spécifiques et à forte valeur ajoutée. Les secteurs évoluent mais la dynamique transactionnelle demeure. ■