



03
Octobre
2023

Spécial

LES RENCONTRES D'EXPERTS

LBO

Chez Mayer Brown, 10 avenue Hoche 75008 Paris



LBO 2023, une nouvelle ère

Le Private Equity continue de s'adapter à un environnement mouvant mais pour la première fois depuis une décennie, il connaît un ralentissement, notamment sur le segment large-cap. Le Smid-Cap demeure actif mais doit lui aussi faire face au renchérissement du coût de la dette, une économie plus fragile ou encore d'une pénurie de main d'œuvre dans certains secteurs. Dans cet environnement, les investisseurs prennent le temps d'analyser les revenus présents et futurs avant de se lancer. Dix professionnels expérimentés du LBO reviennent sur les grands changements de ces derniers mois dans les process et imaginent l'avenir.

MdA : Je vous propose de prendre le pouls du marché en Octobre 2023. Quelle est la dynamique actuelle ? Les mêmes secteurs continuent-ils d'animer le marché (Santé, Tech, éducation...ou plus largement) ?

Martin Naquet Radiguet, PwC : Effectivement ce n'est plus le même monde par rapport à ce qu'on a connu il y a un an. Et toutes les statistiques le montrent. Mais le marché n'est pas à l'arrêt, il y a des deals qui se font, même si rien n'est simple. L'époque où chaque dossier était un sprint, qui était perdu pour un bidder qui n'avait pas préempté, est révolue. Les opérations mettent plus de temps à se boucler. Les actifs premium continuent de trouver preneur, à des prix qui ne sont pas très différents que précédemment. En revanche, les actifs qui ne cochent pas toutes les cases ont du mal à se vendre. Cela fait un marché moins animé, notamment parce que les performances des sociétés souffrent un petit peu, et bien sûr parce que le financement est plus cher. Il y a eu une période où la visibilité n'était pas simple à cause de l'enchaînement covid, ruptures de supply chain, inflation. Aujourd'hui, ce sont aussi les tensions sur les "current trading" qui pèsent sur l'environnement.

MdA : Et sur tous les segments? Jean-Charles j'ai l'impression que le Smid-Cap garde sa dynamique propre. Chez Edmond de Rothschild fait une de ses plus belles années avec plus de 70 deals je crois ?

Jean-Charles Bernard, Edmond de Rothschild CF : Oui, pour compléter ce que dit Martin, sur le segment du Smid Cap, en particulier en deçà de 50 M€ de valorisation, cela reste malgré tout très dynamique car il y a moins de contraintes liées au financement et il y a toujours des deals primaires qui sont des enjeux de sorties pour les dirigeants. On ne peut pas le décaler dans le temps. Résultat, chez Edmond de Rothschild, on prévoit même de faire plus d'opérations que l'année dernière. Après sur le secteur de la tech que je couvre chez EDR, on constate une baisse des valorisations sur les logiciels. Mais il est difficile de dresser des tendances car il y a une polarité qui est forte. Pour les très beaux actifs, les valorisations restent élevées mais moins élevées qu'il y a 18 mois. Sur la partie ESN, on constate qu'il y a toujours de l'activité car il y a moins de leviers financiers et parce qu'il y a des industriels à l'achat. Ces derniers sont de retour car ils ont le temps désormais d'étudier les dossiers et ne sont plus "by

passés" par les fonds. Le ralentissement du rythme des transactions a favorisé en quelque sorte les corporate.

MdA : On parlait de financement. Vanessa il y a encore peu, les financements étaient faciles à trouver et ne constituaient plus un élément bloquant. Désormais c'est devenu un vrai sujet, n'est ce pas ?

Vanessa Dessaigne, KPMG Corporate Finance : Il y a un vrai sujet. En fait, il y a une polarisation du marché vers les actifs premium, et un marché LBO à deux vitesses selon la taille des opérations. Le marché du Smid Cap reste très dynamique car porté par les banques relationnelles qui continuent de suivre leurs clients, certes avec des diligences approfondies et une vigilance renforcée envers les prospects. Ce marché repose, qui plus est, sur un vrai vivier d'entreprises sur tout le territoire. Mais sur l'Upper Mid Cap, la dynamique est très différente : pour les underwritings de +250M€, les banques CIB ont été confrontées à un marché de la syndication quasi fermé auprès des fonds CLO. Mais les choses se sont un peu "dégrippées" en septembre, avec quelques projets de repricing. Il est vrai que jusqu'ici les banques étaient davantage focalisées

Martin Naquet Radiguet

➤ Associé au sein du département Transaction Services de PwC France qu'il a rejoint en 1997 et dont il est associé depuis 2003, Martin est responsable du Private Equity pour PwC France & Maghreb.

➤ Au cours des 26 dernières années, Martin Naquet-Radiguet a mené près de 600 projets de due diligence, pour des investisseurs financiers ou industriels, côté buy-side ou sell-side. Ses clients incluent un large portefeuille de fonds d'investissement mid-cap ou large-cap (Montagu, IK, Adagia, Sagard, Motion EP, Dentressangle, Qualium, Abenex, Argos Wityu, 3i, Antin, Partners Group, etc.), ainsi que des grands groupes français (VINCI, Naval Group, Sodexo, etc.).

➤ Parmi les projets menés par Martin en 2023 figurent notamment les due diligence buy-side sur Synov, Naturacare, Dietopack, Adhetec, et les vendor due diligence sur Compagnie des Desserts et Maincare Solutions.



sur les opérations d'extension de maturité (Amend & Extend) et d'Add-On, ce qui a permis aux unitrancheurs de se positionner et prendre parfois le relais des banques sur des opérations conséquentes. Est ce que ce l'on est entré dans une nouvelle normalité en 2023 dans cet environnement de forte hausse des taux ? Probablement. Le marché de la dette se complexifie, est plus volatil, et certains indicateurs ou clauses sont regardés avec plus d'attention par les financeurs et les emprunteurs (tels que les ratios de service de la dette, les PIK toggles, le hedge de taux...).

Paul Lombard, Willkie Farr & Gallagher : Je partage ce que dit Vanessa. Ce qui est clair c'est que sur le Smid Cap, on trouve à se financer. Les banques sont là et quand les montants de dette deviennent important on trouve du "simili" underwriting. C'est-à-dire que les banques font de l'underwriting qui

est reclassé chez leurs affiliés. Il s'agit plus de "club deals" et cela prend plus de temps. Le relatif manque d'appétit

"Il est clair que les plus gros deals impliquant le PE en 2023 sont des sorties industrielles telles que Webhelp, Polyplus, Terreal... Les nouveaux LBO à plus d'un milliard sont l'exception (Groupe Premium)."

Martin Naquet Radiguet

des banques ces derniers mois a ouvert un peu plus la porte à la dette privée. Cependant les fonds de dette qui ont en effet énormément déployé et se sont rendus compte de deux choses : premièrement qu'ils mettaient du

temps à lever de nouveaux fonds... et qu'il y a un coût d'opportunités car les "pricing" ont monté au fil des mois. Résultat, ils sont toujours là mais ils sont plus sélectifs. Je pense désormais qu'il y a un rééquilibrage désormais entre les banques et les unitrancheurs. Aujourd'hui, les acteurs se concentrent sur leur portefeuille, l'amélioration de leur plateforme via des transformations ou des build up. C'est aussi plus facile de trouver un financement sur des opérations de plus petites tailles. Les fonds travaillent sur des plateformes en attendant une fenêtre de marché leur permettant de pouvoir réaliser des désinvestissements dans de meilleures conditions.

Stéphanie Pépineau, UI Investissement : Sur le Small Cap, le deal flow est moins impacté et les financements mieux préservés, car nous avons l'habitude de travailler avec les banques historiques et/ou commerciales des sociétés que nous



Vanessa Dessaigne

- Vanessa Dessaigne a rejoint KPMG en 2021 pour développer l'activité Debt Advisory en France après plus de 15 ans en financements structurés en banque (Natixis et la Banque Postale) et au sein de la Direction des Financements d'Orange. Son équipe parisienne travaille avec les équipes en charge des fusions et acquisitions, à l'achat comme à la vente, afin de répondre de manière globale aux problématiques de clients corporates ou fonds d'investissement. Elle accompagne aussi des opérations de refinancement, d'ingénierie financière et/ou de financement de la croissance lorsque la dette est une alternative appropriée au renforcement des fonds propres.
- L'équipe Debt Advisory de KPMG apporte aux directions et aux actionnaires un service indépendant et une plateforme internationale afin de bien positionner leur profil crédit, de formuler des recommandations de structure et d'exécuter des transactions sur-mesure sur les segments Small, Mid et Large Cap.

accompagnons. Cette connaissance plus approfondie de l'entreprise et de son environnement par le banquier facilite ainsi les opérations. En revanche, sur le segment du Mid Cap, le financement est plus compliqué. Le coût de la dette (et notamment de l'unitranche) s'est renchéri, ainsi l'unitranche conduit à un coût global (y compris l'Euribor) de l'ordre de 10%... En termes de secteurs, on constate toujours un intérêt marqué pour la santé. L'éducation, que l'on pensait aussi préservée, ne l'est plus de façon systématique. Ainsi, une prévention est née sans doute liée à l'évolution récente des forfaits de l'apprentissage, mais aussi probablement à cause du nombre de projets. En début d'année, les transactions sur ce secteur se réalisaient autour de 12/15 fois l'Ebitda, voire plus. Actuellement, les multiples se tassent un peu et les investisseurs attachent plus d'importance à la qualité de l'enseignement dispensé et à la quote-part de l'activité

“Depuis 2022, les banques se sont davantage focalisées sur les opérations d'extension de maturité (Amend & Extend) et d'Add-On. Les unitrancheurs ont parfois pris le relais sur des opérations significatives. Le marché de la dette est plus challenging, certains indicateurs ou clauses sont regardés avec plus d'attention par les financeurs et les emprunteurs (tels que le service de la dette, les PIK toggles, le hedge de taux...)”

Vanessa Dessaigne

réalisée en formation initiale, donc non subventionnée, versus la quote part réalisée en apprentissage, donc subventionnée.

Paul Lombard, Willkie Farr & Gallagher : Je suis complètement en phase, on sent que les acheteurs sont très attentifs à tous les événements qui pourraient survenir qu'ils soient de nature réglementaire, géopolitique, macroéconomique. Tout peut se révéler un sujet susceptible de stopper un process. Dans le secteur des cliniques vétérinaires, c'était manifeste. En juillet, une décision du conseil d'Etat a eu pour effet que certains deals se sont arrêtés brutalement, le temps de digérer l'information liée à cette décision.

Stéphanie Pépineau, UI Investissement : Pour compléter l'analyse sectorielle, nous avons constaté que l'agroalimentaire était - au premier semestre 2023 - quasiment à l'arrêt, principalement du

Jean-Charles Bernard

- Jean-Charles Bernard est associé d'Edmond de Rothschild Corporate Finance. Spécialisé dans la Tech & Digital il intervient notamment dans les domaines des Software, notamment SAAS, des Services Numériques et du Digital Media.
- Il a débuté sa carrière en banque d'investissement au sein de Clinvest, Bank of America et de Hawkpoint. Il a ensuite rejoint la Société Générale, où il a activement participé au développement de la practice Tech pour la France sur le segment mid et upper-mid cap. Jean-Charles apportera notamment son expertise dans les segments des Services Numériques, du Digital Engineering, du Software & du Cloud, ayant récemment conseillé sur les opérations Adecco / Akka Technologies, Ardian / Artefact, et accompagné les introductions en bourse de Believe Digital, Aramis Group, Exclusive Networks et OVHcloud. Pour mémoire EDR réalise entre 60 et 70 opérations par an.



fait de l'impact du coût des matières premières et de la hausse du coût du financement (qui concerne tous les secteurs). Des transactions n'ont pu se réaliser compte tenu d'un "current trading" qui n'était pas au rendez-vous.

Ségolène Dufétel, Mayer Brown : Je souscris ce qui a été dit plus tôt sur le secteur de l'éducation. On pensait que des montants de valorisation très élevés allaient se maintenir mais aujourd'hui cela dépend vraiment des actifs. Sur des deals de petite taille, cela se passe toujours bien quand la croissance est dynamique. En revanche sur des grosses lignes, certaines opérations ont été reportées. D'une manière générale, l'environnement a beaucoup changé, les process se rallongent, les documentations juridiques sont à nouveau regardées de près mais on arrive à réaliser des opérations. Nous avons notamment eu une activité très correcte sur le mid-Cap ces derniers mois et plutôt très bonne sur des

deal de plus grosse taille en 2023 même si nous avons aussi constaté des process de cession qui s'arrêtaient.

“Sur le segment du Smid Cap, en particulier en deçà de 50 M€ de valorisation, cela reste malgré tout très dynamique car il y a moins de contraintes liées au financement et il y a toujours des deals primaires.”

Jean-Charles Bernard

C'est malheureusement une vraie particularité de l'année 2023. Sur certains secteurs notamment très affectés par l'inflation et le coût des matières premières, on voit que les

fonds préfèrent attendre une embellie ou une amélioration pour mettre l'actif sur le marché.

Stéphanie Pépineau, UI Investissement : Enfin, autre secteur un peu à l'écart... celui du retail/consommation. Peu d'investisseurs semblent prêts à investir dans ce domaine aujourd'hui. Et pourtant, il nous semble qu'il conviendrait de différencier les activités. A titre d'exemple, nous sommes actionnaires d'un acteur du sport - équipementier dans le domaine de l'équitation - qui continue à se développer et présente de très bons fondamentaux économiques. Au cas particulier, la passion et le besoin d'activité viennent peut-être aussi au secours de la consommation.

Cyprien Choutet, Qualium Investissement : Pour revenir sur ce qu'a dit Martin, et aussi Paul, on a une tendance fort au flight to quality aujourd'hui. Je pense à trois deals dans le secteur des cliniques vétérinaires:



il y en a un qui s'est fait sur de très belles valorisations, un autre qui s'est fait avec un fonds plus atypique car il y avait plus de questions sur le modèle et enfin un qui n'est pas sorti du tout. On voit que sur un même secteur, on a de fortes disparités avec des investisseurs qui font du cherry picking et qui sont très sensibles aux propriétés intrinsèques et à l'ambiance de marché. Et dans la tech, notamment sur des deals valorisés en ARR (Annual Recurring Revenue qui permet de prévoir les futurs revenus d'une entreprise) c'est plus compliqué. Par contre quand on a un deal tech avec de l'Ebitda, qui plus est cash, c'est très recherché. Idem sur les secteurs Santé. Globalement, sur le segment des transactions de 50 à 250 M€ il y a moins de deals. Après cela dépend avec quelle période on se compare: 2022 était une année exceptionnelle en la matière. Le marché est certes moins riche en opportunités mais on trouve du financement: le marché n'est pas fermé, il est juste plus sélectif. Et puis je rejoins ce que disait Martin, de fait on travaille plus sur notre portefeuille. Certaines sorties seront sans doute décalées un peu dans le temps. On est plus orienté sur la croissance et les build up. Dans notre cas spécifique, on est moins dans le rush car on vient de lever un fonds sur lequel on a déjà réalisé 6 investissements.

MdA : Pierre, vous partagez l'analyse de Cyprien ?

Pierre Meignen, Eurazeo Small-Mid Buy-Out : Pour revenir sur nos priorités un peu liées à la levée de fonds. On a tous en tête le prochain "fundraising" et le rythme de déploiement à envisager avant la prochaine levée de fonds; Personne n'a d'obligation de sortir un deal à toute vitesse. On est un peu dans l'attente d'identifier l'impact réel de la hausse des taux sur les valorisations

et des inflations sur l'activité des entreprises. Ces deux éléments impactent la durée des transactions qui s'est allongée. Mais pour autant, on a besoin de maintenir un rythme d'investissement. On est ainsi plus sélectif sur les actifs et sur les secteurs. Les équipes se concentrent beaucoup sur le portefeuille afin d'optimiser la création de valeur, ce qui est indispensable pour aller revoir les LPs il faut pouvoir faire des cessions. On est très actif avec nos Operating Partners pour aider nos entreprises à créer de la valeur et poursuivre leur transformation. Globalement, les LPs dans leur choix ciblent les acteurs qui peuvent aider le plus leur participation. Sur le terrain, on voit que les chefs d'entreprises sont très demandeurs de soutien.

Paul Lombard, Willkie Farr & Gallagher : Ce qui est clair pour nous qui travaillons beaucoup avec Eurazeo, c'est qu'ils appliquent cette approche de création de valeur sur tous les pans d'activité de leurs participations. A chaque fois que l'on fait un financement pour l'une d'entre elles, on fait une présentation au management sur la façon dont il va s'intégrer dans les opérations à venir et leur calendrier. Il y a une aide globale qui va au-delà de la transformation du groupe. Le plateforme apporte beaucoup de choses.

MdA : Bertrand, vous voulez réagir ?

Bertrand Falcotet, Valtus : Cela fait plus de 25 ans que j'interviens dans le monde du Private Equity et je suis convaincu que les équipes gagnantes sont celles qui sont capables d'apporter de la valeur ajoutée soit par des Operating Partners soit par des spécialisations sectorielles. Le monde est de plus en plus complexe, et certes il faut sélectionner les bons actifs à l'achat, mais il faut en plus désormais pouvoir apporter une

vraie valeur ajoutée dans la gestion de la participation. Il n'y a plus de secteur protégé, qui ne nécessite pas de s'adapter et de se transformer.

MdA : Et pour réaliser ces transformations, il faut aussi trouver les ressources humaines. Y a-t-il comme l'an passé des difficultés à trouver certains profils ?

Bertrand Falcotet, Valtus : Oui cela reste le cas même si on voit que l'économie a tendance à se ralentir. Outre la révolution digitale, il y a aussi une mutation durable et profonde post covid quant à la relation au travail dont on ne perçoit pas encore tous les effets. Tous les métiers du présentiel sont touchés et durablement touchés. Tous les secteurs dits traditionnels ont des difficultés à recruter: l'agroalimentaire, l'industrie, le BTP, les services à la personne, la santé... Pour citer un cas concret et chiffré, il va falloir par exemple créer d'ici 2030 sur la Région Grand Est 28 000 postes dans les métiers des services à la personne. Cela veut dire que toutes les activités qui ont besoin de ce type de personnel vont avoir du mal à recruter et risquent d'être entravées dans leur croissance et leur bonne exploitation. Les employeurs vont devoir se rendre extrêmement attractifs. C'est un enjeu majeur de continuité d'exploitation et de qualité de services dans de nombreux métiers comme les crèches, les Ehpad, l'assistance à domicile... La capacité des dirigeants à recruter et fidéliser va être encore critique sur de très nombreux métiers pendant plusieurs années, et sur des profils très variés. De la même façon, on parle de réindustrialisation de la France. C'est une vraie volonté et cela commence à être une réalité. Mais tous les industriels qui ont un carnet de commande important, comme dans le secteur du luxe ou de la défense par exemple, sont freinés dans leur croissance par leur capacité à attirer



Paul Lombard

- Paul Lombard est associé au sein du département Corporate & Financial Services, il dirige le département Finance au niveau Européen ainsi que l'équipe financement d'acquisitions à Paris.
- Il conseille principalement ses clients sur le financement d'acquisitions avec effet de levier et possède une expérience particulière dans l'intégration de technologies de financement innovantes (telles que le financement PIK et les obligations unitranche). Il intervient également régulièrement dans les restructurations de dettes et le marché des prêts syndiqués.
- En parallèle, Paul travaille avec l'équipe structuration de fonds pour développer une pratique de financement de fonds. Il conseille de nombreuses sociétés de private equity dans le cadre de leurs equity bridge financing, de financement NAV ou de GP financing.

des talents en quantité suffisante, avec certains métiers techniques totalement pénuriques. Nous rentrons cependant dans une période économique plus compliquée avec un ralentissement pour de nombreux secteurs. Même dans la tech, d'ailleurs. Parmi les premiers dossiers de retournement de 2023, beaucoup sont dans la tech car les sociétés qui avaient pris l'habitude de trouver facilement des financements se trouvent désormais à devoir gérer une trésorerie beaucoup plus tendue.

MdA : Sur la création de valeur durable. Elle est devenue une réalité pour tous : ESG, Impact, Intelligence artificielle : un nouveau paradigme se dessine. Chez Eurazeo vous étiez pionnier? Y a-t-il un coup accélérateur ?

Pierre Meignen, Eurazeo Small-Mid Buy-Out : Oui car il y a un réel enjeu important pour réduire l'impact de chaque participation du portefeuille. La conséquence c'est

“Aujourd’hui, les acteurs se concentrent sur leur portefeuille, l’amélioration de leur plateforme via des transformations ou des build up. C’est aussi plus facile de trouver un financement sur des opérations de plus petites tailles. Les fonds travaillent sur des plateformes en attendant une fenêtre de marché leur permettant de pouvoir réaliser des désinvestissements dans de meilleures conditions.”

Paul Lombard

que l'on est encore plus sélectif et exigeant dans les critères en termes de trajectoire. Plus globalement, je constate qu'autant il fallait prêcher la bonne parole il y a encore quelques années, autant maintenant les chefs d'entreprises sont convaincus par ces sujets. Ils constatent au quotidien que ces sujets font partie des arguments business avec des discussions plus riches et constructives je trouve. Et cela impacte profondément l'activité des entreprises.

MdA : Olivier Millet avait mesuré il y a déjà une bonne dizaine d'années la création de valeur liée à l'ESG. Et on parlait de plusieurs millions... Vous l'avez fait récemment ?

Pierre Meignen, Eurazeo Small-Mid Buy-Out : On le fait régulièrement. On a défini une méthodologie propre qui prend en compte les impacts évités, les économies de coûts en réduisant l'absentéisme, les accidents de travail. On a plusieurs façons de voir les

Ségolène Dufétel

- Avocate au Barreau de Paris, Ségolène Dufétel est associée dans le département Corporate & Securities de Mayer Brown à Paris.
- Elle intervient en matière de fusions-acquisitions et de pratiques transactionnelles dans le cadre d'opérations de fusions-acquisitions et de leveraged buy out dans un grand nombre de secteurs industriels et financiers.
- Ségolène conseille des fonds d'investissements et des groupes industriels français et étrangers, dans toutes leurs opérations d'acquisition et de cession, la mise en place de joint-ventures et les restructurations.



choses pour mesurer les coûts évités. Et effectivement une bonne politique ESG peut permettre des économies substantielles sur une entreprise. Après l'impact majeur et sur lequel on n'a pas de metrics sur la valorisation c'est quand on regarde une société, ces critères RSE deviennent prioritaires. Le prisme RSE est très recherché. Ou alors les sociétés très carbonées auront du mal à trouver preneur. Il y a un donc un impact induit mécanique lié au multiple que l'on va affecter à des sociétés qui sont dans la bonne trajectoire carbone.

Martin Naquet Radiguet, PwC : Plus que l'outil, l'impact pour une société qui n'est pas dans la bonne trajectoire carbone en matière de RSE est qu'elle aura moins de candidats à la reprise. Et donc moins de concurrence et une valorisation moins élevée. J'ai plusieurs exemples de clients qui n'ont pas avancé sur certains dossiers pour des raisons de sourcing lointain avec une empreinte carbone trop élevée.

Cyprien Choutet, Qualium Investissement : Et c'est de plus en plus large. Aujourd'hui, au-delà de

“D'une façon générale, les process se rallongent, les documentations juridiques sont à nouveau regardées de près mais au final, on y arrive. On a aussi vu des process d'acquisition qui s'arrêtaient. C'est une vraie particularité de 2023.”

Ségolène Dufétel

ce qui est écrit dans les règlements de fonds, il y a certains deals qui ne sortent pas parce que considérés comme trop carbonés ou associés à des secteurs qui le sont. C'est donc essentiel de préparer

en amont ces sociétés car au-delà de l'impact EBITDA d'une politique RSE, il y a un effet multiple à la sortie qui est à mon avis plus significatif encore dans la création de valeur. Aujourd'hui, tout le monde est dans une démarche de progrès sur l'impact environnement (le "E"), le point le plus évident. Les pratiques sont bien ancrées dans les sociétés de gestion et la plupart des participations. De plus, lorsque l'on vend à des fonds Upper Mid, c'est un pré-requis pour eux qu'un travail soit fait et présenté sur le sujet. Au-delà, chez Qualium, on met beaucoup l'accent sur le social et notamment le plan de partage de valeur qu'on essaye de mettre en œuvre autant que de possible. Pour nous c'est le marqueur sur lequel notre industrie doit progresser, surtout dans le contexte social actuel.

Stéphanie Pépineau, UI Investissement : Je rejoins Cyprien, et pense que pour mettre en œuvre une stratégie efficace, il faut avoir



Stéphanie Pépineau

- Directrice associée chez UI Investissement, Stéphanie Pépineau a débuté sa carrière au sein des équipes de financements structurés de CA-CIB, avant de rejoindre UI Investissement. Stéphanie accompagne notamment des groupes dans le secteur de la santé (Excellence Imagerie, Theradial) et de l'éducation - formation (Imparare, Takoma).
- UI Investissement a la particularité d'avoir développé des expertises sectorielles et de bénéficier de 13 implantations régionales pour optimiser la détection des projets et faciliter leur mise en œuvre opérationnelle.
- Pour accompagner les dirigeants de ses 400 participations, UI Investissement a également développé une Académie ainsi qu'un programme propriétaire "Trajectoire ESG".

la conviction qu'une entreprise doit s'inscrire dans deux trajectoires : économique et sociétale. Ce qu'avait relevé Olivier Millet, est ainsi au cœur de notre modèle : une entreprise qui pilote qualitativement ses activités sociétales est souvent une société aux fondamentaux économiques sains. Cette qualité de mise en œuvre s'inscrit aussi dans le partage. Chez Excellence Imagerie, le Groupe a adopté le statut de Société à mission et l'ambition est d'associer au capital au maximum les salariés. Inscrire les acteurs de l'entreprise dans un projet qui a du sens nous semble nécessaire pour réussir le projet, et plus encore pour les fidéliser et renforcer leur attachement à la société.

Sécolène Dufétel, Mayer Brown : Absolument. Nous constatons aussi chez plusieurs de nos clients fonds d'investissement, de tailles variées, que les réflexions autour d'un partage de la plus value auprès de cercles de plus en plus élargis se multiplient. Le dispositif

de contrat de partage mis en place par la Loi Pacte en 2019 est imparfait mais reste séduisant. Plus globalement

“Nous constatons toujours un intérêt marqué pour la santé. En revanche, l'éducation qui semblait préservée, ne l'est plus vraiment de façon systématique. Sur le Small Cap, le deal flow est moins impacté et les financements sont mieux préservés, le plus souvent grâce au travail de longue date réalisé avec les banques historiques ou commerciales des sociétés que nous accompagnons.”

Stéphanie Pépineau

dans les structuration de management package, nous constatons qu'à la fois les fonds d'investissement comme le top management sont désireux de faire bénéficier le plus grand nombre de salariés à la réussite du deal.

Bertrand Falcotet, Valtus : Il y a progressivement une prise de conscience que la seule croissance comme indicateur n'est plus suffisante. L'aspect social de la RSE est pour moi l'élément clé nécessaire pour engager les équipes. Il est plus facile ensuite d'être performant sur les autres aspects de la RSE. La difficulté dans la RSE sont les injonctions contradictoires. Toute entreprise, et en particulier celles sous LBO, doit faire l'arbitrage entre l'Ebitda à court terme et les investissements à long terme, et la tentation est forte de privilégier la gestion du court terme. Par ailleurs, et je rejoins ce qui a été dit, il est encore difficile d'avoir des indicateurs RSE fiables et pertinents. Il est par contre indispensable de commencer à les

Pierre Meignen

- Pierre Meignen est Managing Director. Pierre a rejoint Eurazeo en 2005 et compte aujourd'hui 20 ans d'expérience dans le capital investissement. Il a dirigé en tant que Managing Director une dizaine d'investissements dont les opérations Evernex, Vignal Lighting Group, Odealim, SMILE, UTAC, Efeso Consulting, I-Tracing, Groupe Premium, WiiSmile et NeoXam
- Il possède une expérience significative dans l'accompagnement des entreprises à l'occasion d'opérations de croissance externe particulièrement aux Etats-Unis, en Chine, en Allemagne, aux Pays-Bas, en Italie et au Royaume-Uni et de la supervision de la fonction d'Operating Partner au sein de l'équipe Small mid buyout.



mettre en place afin de démontrer que sur le moyen terme les investissements RSE sont payants.

Jean-Charles Bernard, Edmond de Rothschild CF : Oui cela s'est accéléré ces deux dernières années, il n'y pas un memorandum d'information ou on n'a pas à travailler ces sujets. On voit que depuis des années cela est bien ancré. Il n'y pas de règles, pas de normes et on passe du temps à trouver le meilleur moyen de le présenter. J'aimerais revenir également sur l'impact de la RSE sur les valorisations et sur les exclusions des secteurs. Aujourd'hui, cela englobe plus de choses que l'alcool et les jeux. Les interdictions sont très nombreuses. Tellement nombreuses parfois que sur certains dossiers que l'on pensait "plain vanilla" où on ne voyait pas de sujet RSE, on a pu voir que des fonds renoncent car il y a une composante qui ne rentre pas dans leur critères. C'est un point très important qu'il faut bien anticiper pour aller sur le marché de manière plus sereine.

Cyprien Choutet, Qualium Investissement : Cela peut avoir un impact ne serait-ce que sur le nombre d'acquéreurs potentiels et ainsi augmenter la valorisation. Cela pose toutefois une question de savoir

“Concernant notre stratégie, on ressort le choix sectoriel basé sur notre track record, orienté technologie, business services, services financiers. Plus de spécialisation et une activité qui s'europeanise, c'est l'angle que l'on a pris - avec un accompagnement RSE toujours au cœur de notre stratégie.”

Pierre Meignen

comment le PE peut accompagner la transition énergétique, la décarbonation. On ne veut plus toucher aux actifs très carbonés alors qu'il y a besoin de transformer ces industries. Qui du coup va financer la décarbonation ?

Pierre Meignen, Eurazeo Small-Mid Buy-Out : Concernant notre stratégie, on ressort le choix sectoriel basé sur notre track record, orienté technologie, business services, services financiers. Plus de spécialisation et une activité qui s'europeanise, c'est l'angle que l'on a pris - avec un accompagnement RSE toujours au cœur de notre stratégie.

Stéphanie Pépineau, UI Investissement : Et ainsi les financements sont plus faciles à trouver.

Paul Lombard, Willkie Farr & Gallagher : Nous avons également vu des acteurs alternatifs se concentrer



Bertrand Falcotet

- Bertrand Falcotet est associé de VALTUS. Il a débuté sa carrière dans l'audit chez Matra Hachette et Arthur Andersen. Il occupe très vite des fonctions de direction opérationnelle dans des contextes de build-up, de LBO et de retournement avant d'intégrer un fonds de capital investissement. En 2005, il rejoint DI Finance, l'un des cabinets pionniers du management de transition en France. Depuis 2008, il est Associé de Valtus où il contribue à faire du cabinet le leader européen du métier. Bertrand y est notamment en charge de l'accompagnement des PME/ ETI et du Private Equity.
- Parcours : Audit chez Matra Hachette puis Arthur Andersen / Direction du Contrôle de Gestion chez Cauval Industrie / Direction Financière puis Opérationnelle des Cheminées René Brisach, société sous LBO / Contrôle financier international au sein de Valéo-Syléa / LBO et capital développement chez CIC Finance / Associé VALTUS : management de transition sur l'ensemble des fonctions Comité de Direction.

sur tout ce qui est autour de l'industrie pétrolière car c'est déserté par beaucoup d'institutionnels. Ils y voient une source de création de valeur d'autant plus qu'il n'y a pas d'alternative avant une bonne trentaine d'années. Il y a une transition à organiser et de l'argent à gagner. C'est un petit peu dur à financer que ce soit en equity ou en dette. Paradoxalement nous avons également vu des institutionnels très marqués transition énergétique mais qui y ont vu un fort potentiel d'amélioration revenir sur ce type de société.

Vanessa Dessaigne, KPMG Corporate Finance : Il est vrai que les financeurs raisonnent davantage en termes de trajectoire vertueuse. Mais certains secteurs très carbonés restent cependant complexes à financer par les banques, même sous format obligataire, alors même que leur bilan n'est pas engagé. L'ESG est une condition nécessaire mais pas suffisante pour les financeurs. Si les financements

ESG peuvent améliorer à la marge les termes du financement, le « greenium

“Tous les métiers du présentiel sont touchés et durablement touchés. Tous les secteurs dits traditionnels ont des difficultés à recruter : l'agroalimentaire, l'industrie, le BTP, les services à la personne, la santé. La capacité des dirigeants à recruter et fidéliser va être encore critique sur de très nombreux métiers pendant plusieurs années, et sur des profils très variés.”

Bertrand Falcotet

» présente surtout l'avantage pour les entreprises de se montrer cohérentes dans leur démarche ESG vis-à-vis de leurs clients, salariés, fournisseurs et...financeurs. Sur le volet ESG, les thématiques et critères s'affinent petit à petit. Même le volet social qui était moins traité devient, pour certains fonds de dette privée, une thématique centrale.

MdA : On a parlé de hausse de taux, cela se traduit comment sur un deal LBO ?

Paul Lombard, Willkie Farr & Gallagher : Avant sur un financement unitranche on avait un euribor à 0 et 5.25% de marge. Aujourd'hui, on a 4% d'Euribor + 6 ou 6.25% de marge. Du coup, les options de “Toggle” qui permettent de capitaliser une partie de la marge, ne sont plus théoriques, elles sont utilisées. La ponction sur les cash flow est importante. Les prêteurs regardent donc attentivement les positions de cash et s'assurent qu'il y

Cyprien Choutet

- Partner, Cyprien Choutet a rejoint Qualium en 2007 après 3 ans chez Lazard en M&A. Cyprien est membre du comité d'investissement de Qualium. Il a conduit les acquisitions et l'accompagnement de l'enseigne La Foir'Fouille ainsi que d'IMV Technologies et de Labelium, dont il a soutenu les stratégies de croissance et de buy-and-build jusqu'à leur cession en 2021. Cyprien a également mené les investissements et accompagné Kermel, Eurodommages et Magnolia Web Assurances.
- Pour mémoire, IMV Technologies et Labelium font partie des ETI surperformantes et on mené respectivement les opérations de build Ups suivantes : Herritech, ProSorter, ECM, BCF, Biodux, ImportVet, Genetirate et M13H, Klickkonzept, Ikom, Zingu, Arcane



aient un minimum de trésorerie. On sent bien que “Cash is King”.

Jean-Charles Bernard, Edmond de Rothschild CF : Il y a une époque où on disait que l'ARR est le nouvel Ebitda. Je pense que l'on désormais sur l'Ebitda est le nouvel ARR. On revient sur le schéma plus “classique” de valorisation

Martin Naquet Radiguet, PwC : Et la transformation de l'Ebitda en cash !

Jean-Charles Bernard, Edmond de Rothschild CF : Il est vrai que l'on a vu des Ebitda ou il y avait beaucoup d'ajustements. Clairement, le monde a changé. Les investisseurs qui regardent les dossiers tech regardent d'abord l'Ebitda cash. Et c'est ce qui va orienter les approches de valorisations. Et pour les sociétés tech qui ont beaucoup levé, c'est désormais plus compliqué.

Bertrand Falcotet, Valtus : C'est aussi vrai pour les LBO. La gestion

du cash redevient critique mais dans un environnement qui par ailleurs est toujours en pleine transformation. C'est là que l'équation

“On met beaucoup l'accent sur le social et notamment le plan de partage de valeur qu'on essaye de mettre en œuvre autant que de possible. Pour nous c'est le marqueur sur lequel notre industrie doit progresser, surtout dans le contexte social actuel.”

Cyprien Choutet

est assez complexe pour les dirigeants d'entreprises car même si les “current trading” passés sont plutôt bons, il y a un manque de visibilité pour 2024,

avec une absorption accrue du cash flow disponible par la dette, et un risque de baisse des investissements.

MdA : Martin, vous voyez passer beaucoup de dossiers. Avez vous une idée de la proportion des corporate sur les deals de taille significative ?

Martin Naquet Radiguet, PwC : Il est clair que les plus gros deals impliquant le PE en 2023 sont des sorties industrielles telles que Webhelp, Polyplus, Terreal... Et il y a quelques deals infrastructure de plus d'un milliard. Et puis il y a aussi des deals qui sont des continuation funds mais je les classe à part. Après sur les LBO à plus d'un milliard, il y a Premium, qui s'est fait sur une très belle valorisation. Mais c'est à peu près tout pour le moment. Dans le pipe on a quelques dossiers mais qui sortiront vraisemblablement plutôt sur 2024.

MdA : On a parlé de création de valeur. scrutée par les investisseurs

institutionnels. Chez Qualium, vous êtes passé par cet exercice de levée il y a peu. Est ce que les LPs regardent plus spécifiquement ?

Cyprien Choutet, Qualium Investissement : Notre final close date de juillet dernier à un niveau nettement supérieur à notre target. Mais nous sommes partis sur la route avant le retournement du marché à partir de fin 2022. Le constat partagé par tous est que le marché des levées de fonds a radicalement changé depuis. Aujourd'hui, les LPs sont un peu dans l'expectative, ils se posent la question du différentiel de rendement entre les différentes classes d'actifs et de l'impact de la situation actuelle sur les retours. Les LPs ont changé leur façon d'étudier les fonds: aujourd'hui il n'y a qu'un seul mot d'ordre, c'est DPI, c'est-à-dire quel est l'argent qui a été effectivement retourné aux LPs. Les TVPI sont regardés avec plus de prudence. Les principaux points d'attention sont aussi liés à la stabilité de l'équipe, la stabilité dans la stratégie.

MdA : Chez UI, le sujet de levée de fonds se pose également sur les différents segments de votre plateforme. Y a-t-il des disparités ?

Stéphanie Pépineau, UI Investissement : Nous sommes sur un segment différent de Qualium, plutôt complémentaire d'ailleurs, et nous avons la particularité de gérer plusieurs plateformes, notamment Développement & Transmission et Innovation, avec pour chacune des segments différents (géographique ou de taille). A cet égard, les levées sont plus nombreuses et ne se ressemblent pas forcément. Sur notre fonds Small-lower-mid Cap, la levée s'est bien passée, et la taille du véhicule est de l'ordre de 20% supérieure à son prédécesseur.

Nous avons noté effectivement une professionnalisation accrue de tous les investisseurs, qui analysent de manière approfondie les données, notamment de performances et de distribution. Nos fonds mid cap sectoriels n'étaient pas en levée récemment, mais le track record notamment dans la santé nous aide bien et fait que nos investisseurs sont très fidèles. Sur la plateforme Innovation, ou nous avons compris que les levées sont devenues très complexes, nous avons lancé un nouveau fonds (Majyc Innovation Santé) qui - en dépit du contexte - réalise un beau parcours en termes de levée de fonds.

MdA : Pierre, vous rappelez que Eurazeo était en cours de levée d'un fonds d'impact. Comment est l'accueil des LP's ?

Pierre Meignen, Eurazeo Small-Mid Buy-Out : Eurazeo est effectivement en préparation de la levée d'un fonds d'impact qui cible le milliard d'euros. Il y a une vraie demande pour ce type de positionnement car les LPs recherchent ces thématiques. Concernant les fonds de Buyout, le sujet DPI est effectivement clé aujourd'hui. Ce que je constate toutefois c'est que, autant les LPs étaient très fermés il y a quelques mois à l'idée d'étudier des nouveaux fonds et étaient focalisés sur les "Reup", participer aux levées de fonds de leurs clients. Aujourd'hui, mon sentiment c'est qu'il y a un nouvel intérêt pour découvrir des nouveaux GPs, des nouvelles stratégies pour des acteurs qui présentent les arguments les plus convaincants, avec un attrait grandissant des plateformes. Les fonds obligataires historiques avec des taux fixes très bas ont plombé les NAV. Du coup, les LPs se sont retrouvés surpondérés en PE dans la mesure où les valorisations ont bien résisté. C'est un effet conjoncturel et dans la mesure où les performances sont au rendez



vous sur la classe d'actif je suis très optimiste pour l'avenir.

Stéphanie Pépineau, UI Investissement : Peut être d'ailleurs que l'allocation sur l'immobilier pourrait baisser compte tenu du contexte, se reporter le PE... et les autres classes d'actifs du "Private Capital".

MdA : Et s'il on fait un peu de prospectif, comment voyez-vous évoluer le marché ?

Cyprien Choutet, Qualium Investissement : Je pense que le niveau d'activité va être plus faible jusqu'au premier semestre 2024 compris. Mais le marché devrait retrouver son équilibre, ce qui va permettre de re-crée des opportunités. Sans que ce soit bien sûr la même situation, n'oublions pas que les millésimes du début des années 2010 après la période de blocage suite à Lehman, ont eu de très bons retours. Je suis très confiant sur le moyen terme.

Martin Naquet Radiguet, PwC : 2024 ne sera pas 2022 ni 2023. Le marché n'est pas à barrêt. On a pas mal de sujets en sell-side dont on

peut espérer qu'ils seront bouclés au premier semestre 2024. Il est clair aussi que le travail sur le portefeuille va continuer. Nous développons chez PwC l'approche "Transact to Transform to Transact". On est vraiment dans cette logique pour les sponsors d'accompagner et d'accélérer la transformation des sociétés de portefeuille. 2024 sera une année de transition.

Jean-Charles Bernard, Edmond de Rothschild CF : On a fait le point sur ce que l'on voit en termes de dossiers qui devraient sortir. On s'attend tous à un premier semestre 2024 plus calme mais on reste très confiant pour le deuxième 2024 et 2025. La question c'est sortir au bon moment, que les current trading soient là que les appétits des acquéreurs soient revenus. Mais globalement les craintes macroéconomiques sont derrière nous et déjà "pricés". On est relativement confiant sans oublier que l'on sort de deux années anormales.

Bertrand Falcotet, Valtus : Mon analyse c'est que les current trading de 2024 vont être compliqués pour beaucoup d'entreprises, ce qui va générer des belles opportunités pour

les sociétés qui seront capables de faire du build up, dont celles adossées à des fonds capables de financer ces consolidations.

Paul Lombard, Willkie Farr & Gallagher : On va avoir des situations très contrastées entre ceux qui vont subir leur current trading et vont rentrer dans des négociations compliquées et celles qui vont bien s'en sortir. Comme il y a eu un peu d'attente, je pense qu'il va y avoir plus d'acteurs qui vont avoir besoin de faire des opérations.

Stéphanie Pépineau, UI Investissement : L'environnement nous semble propice néanmoins à développer nos entreprises et ainsi à rechercher des opportunités de croissance externe qui permettront de créer des acteurs plus solides. Il y a beaucoup d'opportunités en 2023, et je pense que cela se poursuivra en 2024. Pour nos sociétés en portefeuille, c'est plutôt positif. ■