

14
Septembre
2023



Spécial
M&A

LES RENCONTRES D'EXPERTS

Chez Hogan Lovells, 17 Avenue Matignon Paris 75008



M&A : LES RAPPORTS DE FORCE sont désormais en faveur des acheteurs

Après dix années d'une grande vitalité, le marché du M&A connaît un fléchissement. Les acheteurs se concentrent sur quelques secteurs jugés résilients. Et ce, malgré la trésorerie des corporate et une poudre sèche record chez les fonds. Le manque de visibilité explique en grande partie les difficultés à réconcilier les attentes des parties réunies autour de la table. Neuf professionnels aguerris du M&A nous livrent leur expérience terrain et leur savoir-faire pour finaliser des opérations dans un contexte mouvant. Morceaux choisis.

MdA : Nous nous étions rencontrés en tout début d'année et le marché était assez calme sauf dans certains secteurs comme la tech. Depuis, les taux ont continué de monter, l'environnement économique ne s'est pas amélioré. Quelle est la dynamique de marché en cette deuxième partie d'année ?

Virginie Lazès, Rothschild & Co : Il y a une vraie dichotomie sur le marché notamment dans la tech et la santé qui sont des secteurs dans lesquels il y a toujours une dynamique de croissance. Quand les sociétés sont en croissance et rentables, il reste un vrai appétit des acheteurs qu'ils soient corporate ou fonds d'investissement. Après, le nombre de dossiers correspondant à ces critères s'est quand même considérablement réduit. Et quand bien même vous avez un actif premium, les acquéreurs se posent des questions et se demandent parfois si c'est le bon timing pour acheter. Résultat: le marché s'est réduit en volume et en valeur y compris dans les secteurs porteurs. A ce jour, les statistiques font état d'une baisse de 40% de l'activité M&A et ce ralentissement devrait se confirmer au quatrième trimestre 2023 si j'en crois

le Pipe. Traditionnellement, le mois de septembre est un mois où de nouveaux dossiers arrivent et pour l'heure, ils sont moins nombreux que l'an passé à la même période.

MdA : Aurélien, alors que beaucoup de secteurs étaient au ralenti, vous étiez extrêmement actifs en début d'année. Virginie fait état d'un ralentissement. Vous confirmez cette tendance ?

Aurélien Bettas Regalin, Cegid : Je m'inscris assez dans ce que j'ai entendu. De notre côté, nous sommes à environ -30% de lettres d'intention depuis le début de l'année. Avec une dégradation du taux de transformation. Clairement, la dynamique n'est pas aussi forte qu'il y a un an à la même époque.

Alban Neveux, Advention : On entend le même son de cloche dans l'Europe. J'étais à Londres ces derniers jours pour une conférence dédiée au PE. Les acteurs parlent de 40% en volume et -50% en valeurs sur l'Europe avec un taux de transformation plus faible. Clairement j'ai noté un grand pessimisme. On n'avait pas vu cela depuis 8 ou 9 ans

MdA : Dans ce contexte, la typologie des deals a-t-elle évolué. L'ère des deals de plus petite taille est-elle de retour ? Le Smid-Cap dépasse les 95%. Seuls 13 deals dépassent le milliard à ce jour. La baisse des valorisations est-elle enfin perceptible ?

Rémy Boulesteix, KPMG : La baisse des valorisations était assez peu perceptible en France en début d'année et l'activité M&A a bien résisté par rapport à celle d'autres pays européens. Cette résistance des valorisations était globalement cohérente avec les niveaux boursiers qui se sont longtemps maintenus. Mais l'effet retard du volume d'activité en France disparaît depuis la fin du second trimestre et on remarque à présent effectivement une évolution des rythmes d'acquisition plus cohérente avec le recul européen observé plus tôt. Quant aux valorisations, si on sort des star assets, on voit des ajustements dans certains secteurs qui étaient montés très haut. Cela étant, les vendeurs laissent dans l'ensemble assez peu de marge de manœuvre à des acheteurs plus prudents. Ces acheteurs sont confortés par les nuages qui s'accumulent sur les cours de Bourse.

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 2023 : Conseil de Q-Perior dans sa fusion avec Wavestone, Conseil de Bechtle dans l'acquisition d'Apixit, Conseil de Meanings dans l'organisation du LBO sur Jem's Group, Conseil du management de MC2I dans son opération sponsorless, Levée de fonds de 100 MCHF pour SebaBank.



MdA : En début d'année on parlait des corporate qui étaient plus présents que les fonds à l'achat ?

Rémy Boulesteix, KPMG : On note que la répartition de l'activité évolue fortement. Ces dernières années, les fonds étaient deux fois plus représentés que les corporates dès lors que les valorisations excédaient 500 M€. Aujourd'hui, cette proportion s'est inversée en faveur des corporates.

Virginie Lazès, Rothschild & Co : Pour moi, l'appétit des corporates ne s'est pas arrêté, par contre ce qui ralentit le nombre de deals des corporates, c'est plutôt la qualité des actifs qui sont sur le marché. Ils veulent faire des acquisitions mais pas à n'importe quel prix et pas n'importe quel actif. Ce qui explique sans doute le taux de transformation plus faible aujourd'hui car quand on creuse un peu plus sur les "current tradings", on a quelques surprises.

Marc-Elie Bernard, Edenred : J'ai rejoint Edenred depuis 1 an et demi, et ai donc un recul historique limité. Mais on a un "pipeline" énorme. Je ne peux que confirmer ce qui a été

“L'appétit des corporates ne s'est pas arrêté, par contre ce qui ralentit le nombre de deals des corporates, c'est plutôt la qualité des actifs qui sont sur le marché. Ils veulent faire des acquisitions mais pas à n'importe quel prix et pas n'importe quel actif.”

Virginie Lazès

dit. On est clairement dans la période des corporate aux poches pleines. On a fait la plus grosse acquisition de

l'histoire d'Edenred assez récemment. Tout à l'heure Virginie parlait de dichotomie des opérations. C'est tout à fait cela. Edenred est à la confluence de la tech et des paiements. Dans nos métiers, la tech est assez porteuse. Dans les paiements, en revanche, on a un certain nombre de contreparties avec qui c'est moins facile d'arriver à la transformation de nos deals car ils n'ont pas atterri sur les valorisations. On voit des concurrents qui réalisent des deals à des prix très élevés. Et puis le renchérissement du financement n'a pas aidé.

MdA : Peter, vous nous avez habitués à une forte activité M&A ces 10 dernières années chez Edenred, quel est le niveau d'activité désormais chez Invivo Group ?

Peter Harbula, Invivo Group : Il y a quand même un volant d'activité très significatif qui reste peut-être parce que le secteur est plus résilient. Je rejoins ce que dit Marc-Elie. Les



Alban Neveux

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

opérations sont plus compliquées à mettre en œuvre. Les attentes en termes de valorisation ne se croisent pas forcément entre les acheteurs et les vendeurs ce qui fait un nombre de transaction restreint qui se réalise. De plus, il y a un sujet de renchérissement du financement qui n'aide pas non plus évidemment. Certains sujets d'incertitude demeurent aussi sur le current trading et / ou les prévisions 12 - 18 mois, ne facilitant pas les accords.

MdA : Benjamin, vous êtes en première ligne sur le financement des deals. L'accès à la dette semble être redevenu un élément clé. C'est bien cela ?

Benjamin Marché, Squire PB : Il est indubitable que les transactions se ferment dans des timing plus allongés que ceux de ces dernières années. Plusieurs raisons à cela dont la structuration du financement qui est une donnée importante de l'équation. Les discussions entre les banques, les fonds de dettes et les

emprunteurs relatives aux conditions de financement, tant financières que documentaires sont allongées et les

“Un autre phénomène qui accélère la baisse du M&A; Beaucoup de thèses du PE reposaient sur le Buy & Build. Or, les “economics” ne marchent plus. Il y avait un effet relatif à faire des acquisitions. C'est un deuxième phénomène accélérateur de la baisse du marché.”

Alban Neveux

critères des prêteurs plus restrictifs. Cela permet notamment aux grands corporate qui bénéficient d'une bonne dette de trésorerie et ne répondent pas aux

mêmes objectifs, notamment de TRI et performances d'avancer sur les actifs disponibles sur le marché. Il n'en reste pas moins que le volume de transactions a nettement diminué, et ce malgré la présence de très beaux actifs disponibles à la vente. Néanmoins, les courbes de prix d'achat et de prix de vente ne se croisent pas encore sur toutes ces cessions. Les valorisations attendues lors de la cession par les vendeurs restent celles auxquelles ces derniers pouvaient prétendre lors de l'acquisition de l'actif mais qui ne semble plus réalisable dans un contexte où les Business Plan sont moins optimistes et plus challengés, l'horizon de prise de valeur plus obscurs et des montages d'acquisition et notamment de dette, moins agressifs. La conséquence directe sur les transactions est de ne pas trouver de point de d'accord sur la chose et le prix. Certains vendeurs préfèrent même retirer de la vente leur actif plutôt que de ne pas réaliser la valorisation espérée. Pour revenir sur le financement et leur structuration, il est important de noter que l'un des critères

Rémy Boulesteix

- Diplômé de l'Ecole Polytechnique et de l'Ecole des Mines, Rémy accompagne depuis plus de 20 ans des grands groupes et des fonds d'investissement dans leurs acquisitions, cessions ou autres opérations (OPA, spin off, ...), en France et l'étranger. Après avoir piloté les équipes Transaction Services, il est depuis 2021 en charge des activités Deal Advisory de KPMG, dont il assure le développement.
- Il travaille sur de nombreuses opérations majeures et complexes, déployant à chaque étape de l'opération les services de KPMG selon la configuration et les enjeux de la transaction : PMI ou Carve out, IT, retraites, fiscalité, évaluation et PPA, structuration fiscale et comptable, ... Récemment il a notamment accompagné Plastic Omnium dans le cadre de son acquisition de Varroc Lighting Systems, Thalès dans la cession de ses activités GTS (transport), TotalEnergies dans la cession de Total Canada ou Stellantis sur plusieurs opérations majeures.



phares – le ratio de levier – a beaucoup évolué ces derniers mois. Encore récemment, les prêteurs unitranche acceptaient des structures où le niveau de levier s'étalait de 5 à 7 fois l'Ebitda. Les dernières transactions, le niveau de levier de 4, ou 4,5 fois l'Ebitda quand l'actif est de bonne qualité. Les structures d'acquisition nécessitent d'injecter un *equity cushion* plus important ce qui influe sur le montant des offres. Le marché reste adaptatif et se renouvelle. On voit par exemple Weinberg Capital Partners qui a créé un fonds dédié à l'industrie de défense. Pour faire une comparaison avec l'immobilier. Les très beaux actifs continuent à intéresser beaucoup de monde. Les actifs moyens restent sur le marché et font s'interroger les acheteurs potentiels...

MdA : Belle image...

Rémy Boulesteix, KPMG : Je voudrais revenir sur la question des business plans. On remarque que les taux de croissance qu'ils annoncent sont

particulièrement scrutés et souvent revus à la baisse. Cela concerne par exemple les activités qui enregistrent une forte inflation ou reposent sur

“On note que la répartition de l'activité évolue. Ces dernières années, les fonds représentaient les deux tiers des transactions au-dessus de 500 M€. Aujourd'hui, cette proportion s'est inversée en faveur des corporates.”

Rémy Boulesteix

des ouvertures de site, et qui ont donc une dimension immobilière. Les business plans se doivent d'être plus précis et sérieusement documentés sur l'impact de l'inflation (coût du travail,

négociations avec les fournisseurs d'énergie et de matières premières...) et de quelle manière il peut se refléter dans les prix de vente. Nous avons vu récemment une transaction stoppée car les achats d'énergie n'étaient pas sécurisés pour les trimestres à venir, ce qui représentait un facteur d'incertitude majeur.

Virginie Lazès, Rothschild & Co : Systématiquement, il y a deux questions dans les dossiers. La 1ère c'est le “Pass Through”, la capacité de la société à répercuter la hausse des prix sur ses clients. Et la deuxième c'est l'impact de l'IA. Ces deux premières questions doivent trouver réponse positive sinon les acheteurs passent leur chemin.

Stéphane Hutten, Hogan Lovells : Oui on l'a vu. Je dirai qu'aux 2 questions précédentes posées systématiquement, on peut en ajouter une troisième sur l'ESG. C'est devenu essentiel et cela peut suffire à faire qu'un deal se fasse ou ne se fasse pas.



Olena Vlasyuk

- Olena dirige le département M&A and Transaction Solutions chez Aon France, le leader mondial du courtage en assurance et du conseil en risques.
- Olena et son équipe accompagnent les fonds de Private Equity et corporates dans leurs opérations M&A sur le volet due diligence (assurance, cyber, capital humain, IP) ainsi que sur le volet assurances transactionnelles (assurance de garantie de passif, assurance des risques fiscaux, assurance rachat de litige).
- Olena a rejoint Aon en 2017 après 8 ans d'expérience professionnelle en tant qu'avocate spécialisée en M&A au sein du cabinet Winston & Strawn, puis Ernst & Young. Olena s'est notamment spécialisée dans les transactions domestiques et internationales dans le cadre d'acquisitions, cessions, projets de réorganisations et joint-venture. Olena parle anglais, russe, ukrainien et français.

Alban Neveux, Advention : C'est très vrai. Et d'ailleurs, je pense que c'est la raison pour laquelle les corporate reviennent à l'achat. Sur tous ces critères, ils le voient moins comme une contrainte. Ils sont très "bullish". Il y a une fenêtre de tir pour les corporate, le temps que les PE s'ajustent sur les taux. On est au milieu du guet. Les acheteurs et les vendeurs ne se sont pas encore accordés.

Aurélien Bettas Regalin, Cegid : Pour rebondir sur ce que dit Alban. C'est intéressant de voir les taux de transformation par rapport à l'an passé. Nous avons transformé positivement près de 50% de nos LOI en 2022 (7 acquisitions), cette année le ratio est tombé à environ 15% (5 acquisitions à date). Pourquoi ce taux de transformation dégradé ? Une proportion significative de nos acquisitions est réalisée sur des actifs appartenant déjà à des investisseurs en capital qui sont souvent rentrés à des multiples d'ARR et d'EBITDA très élevées sur notre secteur au cours des dernières années, or le contexte macro

a évolué et l'axe de création de valeur via l'effet multiple de sortie s'avère plus compliqué aujourd'hui, il est parfois même négatif. Ainsi, les fonds

“C'est vrai que le marché gagne en maturité. Il y a 5 ans encore, on avait environ 5% des transactions assurées en France. Aujourd'hui on est plus autour de 25%. Et je rejoins ce que dit Virginie, les fonds commencent à souscrire ce type d'assurance même dans des deals PE to PE.”

Olena Vlasyuk

sont contraints de conserver certains actifs plus longtemps pour créer davantage de valeur via la performance

opérationnelle. Ce qui est intéressant également c'est que plus d'un tiers des process ont été annulés par les vendeurs eux même depuis le début d'année, notamment faute de prix réserve atteint.

Stéphane Hutten, Hogan Lovells : Souvent une des solutions est de refaire des build-ups à des multiples plus bas pour recréer de la valeur et compenser une baisse de multiple. Cela fait de l'identification et l'exécution rapide des build-ups un enjeu majeur de réussite de la transaction.

Aurélien Bettas Regalin, Cegid : Oui et donc ils préfèrent dans certains cas attendre un an ou deux et garder l'actif afin d'améliorer les metrics en organique ou via la croissance externe plutôt que de vendre tout de suite. Cela dégrade potentiellement le TRI mais permet de maintenir un certain niveau de multiple d'investissement.

Alban Neveux, Advention : Et c'est là la différence notable avec le marché américain où les acteurs préfèrent

Benjamin Marché

- Benjamin Marché est associé du cabinet Squire Patton Boggs. Il est en charge du département Banque-Finance. Fort d'une expérience riche, Benjamin intervient tant pour les prêteurs (senior ou mezzanine) que pour les emprunteurs. Il est spécialisé dans les financements d'acquisition à effet de levier (LBO) domestique et cross-border.
- Benjamin a également participé à de nombreuses restructurations financières.
- Enfin, Benjamin a pu conseiller de nombreuses entreprises sur les opérations financements d'opérations infrastructures domestiques ou internationales.



vendre et passer à autre chose. Ce qui fait que le marché américain reste finalement assez tonique mais avec des rendements plus faibles. Mais il y a une rotation des actifs alors que chez nous il y a une atonie du marché.

Olena Vlasyuk, Aon : Le marché est assez attentiste car les vendeurs veulent vendre avec le prix d'hier et les acheteurs veulent acheter avec le prix de demain. Du coup, il y a un décalage entre l'offre et la demande, comme sur le marché immobilier.

Stéphane Hutten, Hogan Lovells : Je crois qu'il y a un bon créneau sur le marché pour les corporates. Celui qui est capable de payer le prix aujourd'hui pour des actifs de qualités, sans condition de financement et en investisseur long terme a un bon moment de marché.

Marc-Elie Bernard, Edenred : Cela va dans les deux sens. On est allé voir le fonds de Private Equity qui nous avait soufflé, il y a deux ans, un très bel actif, en leur proposant une sortie

en avance de phase. La société avait depuis continué sa belle trajectoire de

“Encore récemment, les prêteurs unitranche acceptaient des structures où le niveau de levier s'étalait de 5 à 7 fois l'Ebitda. Les dernières transactions, le niveau de levier de 4, ou 4,5 fois l'Ebitda quand l'actif est de bonne qualité. Les structures d'acquisition nécessitent d'injecter un equity cushion plus important ce qui influe sur le montant des offres.”

Benjamin Marché

croissance, avait réalisé un build-up et nous avons pu trouver, en gré-à-gré, une valorisation qui a satisfait les

deux parties. Et, à côté de ça, on voit un certain nombre de faux process qui donnent l'impression de n'aller nulle part.

Alban Neveux, Advention : L'autre phénomène que cela produit c'est que cela nous oblige à travailler plus en amont, de façon plus intense pour trouver les vrais leviers de création de valeur. On ne peut plus compter sur des éléments exogènes comme l'effet multiple

MdA : Chez KPMG, vous travaillez sur toutes les tailles d'entreprises mais historiquement j'avais le souvenir que le Smid Cap représentait environ 80% de l'activité M&A en volume et que ce segment était très résilient. Est-ce toujours le cas ?

Rémy Boulesteix, KPMG : C'est un segment de marché moins sujet aux problématiques de financement et dont les valorisations sont moins liées aux niveaux boursiers. Les transactions sont donc moins compliquées à boucler dans le contexte actuel. En



Marc-Elie Bernard

- Marc-Elie Bernard est Directeur des fusions et acquisitions du Groupe Edenred depuis avril 2022.
- Diplômé d'HEC et titulaire d'un MBA de l'INSEAD, il commence sa carrière en 1997 chez Schneider Electric, à New York, en tant qu'analyste financier. Entre 1999 et 2001, il occupe le poste d'associé M&A chez Lazard à New York et Paris. Après huit années passées au sein d'Ixen Partners, fonds de LBO mid-cap, en tant que directeur de participations, Marc-Elie Bernard cofonde Tamerlan Investment Partners en 2010.
- A compter de 2012, il occupe diverses fonctions au sein de la société Altran Technologies (devenue Capgemini Engineering), principalement dans les domaines du développement, des fusions-acquisitions et des financements du groupe. Marc-Elie Bernard enseigne à HEC depuis 2010.

plus, le Small Cap reste alimenté par des dynamiques propres comme la transmission d'entreprise. Au total, ce segment reste très actif même si on constate aussi un ralentissement.

Alban Neveux, Advention : Une des préoccupations des vendeurs, c'est de ne pas abimer l'actif. On réfléchit à deux fois avant de mettre un actif sur le marché. Mais il y a quand même une activité immergée significative sur tous les segments.

Virginie Lazès, Rothschild & Co : Cependant, même le Small Cap est vraiment en train de ralentir aujourd'hui parce les entreprises sont plus fragiles et sont en première ligne face à l'inflation et au ralentissement de la croissance.

Alban Neveux, Advention : Oui, avant le mid-cap plongeait à cause des effets des coûts de financement et autres. Aujourd'hui, le problème sur ce segment est plus lié à la capacité à les faire se projeter vers le futur.

Aujourd'hui, c'est plus un problème lié à leur fragilité relative. C'est un vrai point de blocage. Et c'est plutôt en train de s'aggraver.

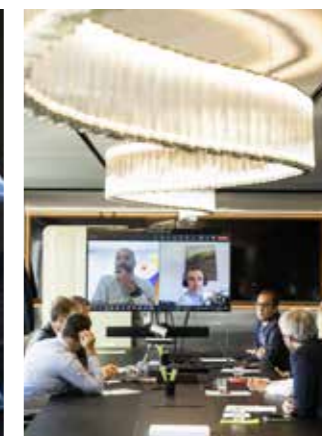
“J’ai rejoint Edenred depuis 1 an et demi, et ai donc un recul historique limité. Mais on a un “pipeline” énorme. On est clairement dans la période des corporate aux poches pleines.”

Marc-Elie Bernard

Benjamin Marché, Squire PB : L'impact de la hausse des coûts de financement est réel sur l'ensemble du marché, mais celui-ci est plus important sur les opérations *small et mid cap*. En effet, la surface d'amortissement des chocs de ces sociétés est plus limitée

que pour des groupes de taille plus importante. Cela a un effet direct : compliquer les projections financières des acquéreurs. La BCE n'a, toujours pas à ce stade, annoncé qu'elle allait procéder à une pause dans sa politique anti-inflationniste et cette incertitude semble peser sur la capacité à se projeter des investisseurs. Par ailleurs, les sociétés « *smid* » sont par ailleurs vues comme plus vulnérables aux aléas macro ou micro-économiques. La dynamique de négociation entre les prêteurs et les emprunteurs s'est rééquilibrée et celles-ci sont plus longues. A titre d'exemple, les fonds ne sont plus habitués à accepter certaines clauses telle que l'excess cashflow notamment, ce qui a pour effet d'allonger les discussions afin de trouver un accord sur des sujets qui n'en étaient plus depuis longtemps. Il faut tout de même noter que cette dynamique n'est pas identique entre les opérations *smid cap et large cap*.

MdA : Peter, lors de ces quinze dernières années, vous avez conduit





Stéphane 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 intervient sur de nombreux dossiers de place, et notamment récemment dans le cadre des dossiers Safran/Hivest Capital Partners, Burger King (Groupe Bertrand), CNIM (Groupe REEL), Juliette has a gun (Cathay Capital), Platinum Invest / LVMH (Andera Partners, Bpifrance et les autres vendeurs), Freeland (IDI, Chevrillon et l'ensemble des vendeurs), ADP/GMR, CNP Assurances / Aviva, FCG/Michelin ainsi que pour de nombreux acteurs industriels de premier plan.

une centaine d'opérations de M&A. Depuis votre arrivée récente chez InviVo Group, la dynamique est-elle toujours la même ? Y a-t-il un allongement des deals ?

Peter Harbula, Invivo Group : Oui cela n'a plus rien à voir, on observe de plus en plus en moyenne un allongement des durées entre les premiers contacts et la finalisation des opérations (signing). Et ce n'est pas plus simple de boucler un deal quel que soit la taille. Je suis toujours surpris que certains vendeurs n'ont pas réalisé qu'il y a des choses qui ont changé dans le monde, les taux d'intérêt ont augmenté, les incertitudes etc. Souvent ce sont des entrepreneurs dirigeants créateurs/propriétaires. Il y a une dimension émotionnelle et les arguments rationnels ne sont pas toujours écoutés, ne portent pas notamment si le process n'est pas intermédié.

MdA : Donc le Small Cap n'est pas plus simple

Peter Harbula, Invivo Group : Non ce n'est pas plus simple. C'est plus amusant mais pas plus simple... La part nécessaire de pédagogie est plus importante pour le small cap.

“L'assurance de garantie de passif dont je suis un vrai promoteur est vraiment utile. Le next step, serait d'avoir une assurance garantie de passif “staple” totalement finalisée que l'on met dans le deal à l'entrée et dont on connaît tous les termes.”

Stéphane Hutten

Aurélien Bettas Regalin, Cegid : C'est clair, je voudrais par ailleurs rebondir sur ce que disait Peter dans la préparation des deals et les

dynamiques de marché entre vendeurs et acheteurs. Dans la “tech”, nous bénéficions toujours d'une dynamique intéressante, le changement notoire porte sur le drive des process avec un rééquilibrage des pouvoirs entre vendeurs et acheteurs. En effet, ces dernières années le marché “pro-vendeur” nous imposait par exemple des timing de due diligences extrêmement rapides. Désormais nous sentons que cela a un peu changé. Nous pouvons prendre plus de temps et passer quatre, cinq ou même six semaines en due diligences. Ce laps de temps permet aussi aux acheteurs de se poser davantage de questions et d'investiguer plus en profondeur. Ainsi, les taux de transformation se réduisent, également affectés par des positions acheteurs plus prudentes quant aux niveaux de risques identifiés en audit.

Stéphane Hutten, Hogan Lovells : C'est vrai qu'il y a un an, on entendait souvent que quelques secteurs “résilients” étaient insubmersibles. Et



quand je vous entends, et c'est un peu ce que je constate aussi, même les deals de ces secteurs ne sortent plus aussi facilement que par le passé.

Alban Neveux, Advention : Oui le rythme mais aussi la façon de voir les deals ont changé. Hier, j'étais à Londres avec quelques-uns des plus grands fonds. Ce qui est intéressant à noter c'est que ces derniers sont moins positifs et désormais assument que le “Best Case c'est le scénario de récession. On n'avait jamais entendu cela avant. Clairement nous sommes entrés dans une nouvelle ère.

Virginie Lazès, Rothschild & Co : Le marché est complètement incertain et les acheteurs PE ont une vision relativement sombre, ils ont tendance à voir la bouteille à moitié vide aujourd'hui, là où il la voyait à moitié pleine il y a moins d'un an. De leur côté, les corporates, par définition, ont une vision plus informée des sous-jacents de marché, voire des actifs et sont très sélectifs de manière objective.

En conséquence, beaucoup de process de marché aujourd'hui se déroulent en phase 2 avec un seul acheteur, du moins sur les process qui continuent. Il y a ensuite un vrai exercice d'équilibriste

pour arriver à aller au bout. Car l'acheteur sait qu'il a un avantage et mène les négociations, quasiment jusqu'à la fin, puis ensuite, le vendeur reprend la main pour rééquilibrer les choses. Et c'est dans ce type de process que le banquier a un rôle à jouer pour permettre d'accorder les 2 parties et sortir un deal équilibré. Car il n'est pas rare qu'un deal avorte en toute fin de process.

Stéphane Hutten, Hogan Lovells : Je suis d'accord, nous sommes intervenus récemment sur un très beau deal en termes de secteur et dans le contexte actuel, mener un bon process avec de la vitesse me semble fondamental. Il y a quand même la magie du “momentum”, avec dans notre cas d'espèce l'arrivée des vacances qui se profilait. Cet horizon de temps, ce mur temporel, a permis une belle accélération. Si on arrive à garder de la vitesse, cela a une vraie valeur dans la conduite du deal.

Rémy Boulesteix, KPMG : Au mois de juillet de cette année, cette pression du « mur » des congés d'été a été difficile à mettre en place par les vendeurs et beaucoup de process ont finalement fait une pause pendant l'été ou été repoussés à septembre. C'est

une nouveauté par rapport aux années précédentes qui traduit bien l'inversion du rapport de force acheteur / vendeur.

Marc-Elie Bernard, Edenred : La facteur temps a énormément changé ces derniers temps. Quand on est en vente, le momentum est clé. Mais tout le monde s'est affranchi de la pression temporelle depuis le covid. Même une fois que l'on a signé, on ne maîtrise pas facilement le calendrier. D'autant que les aspects réglementaires viennent souvent retarder les deals. Le calendrier est devenu moins contraignant.

MdA : Marc-Elie, quand un deal s'allonge, l'expérience montre que le taux de transformation diminue... non ?

Marc-Elie Bernard, Edenred : C'est la base du deal. Je crois énormément au momentum dans les processus de M&A. Mais par la force des choses, ce n'est plus trop vrai aujourd'hui.

Alban Neveux, Advention : Le “new normal” c'est que les process prennent 2 ou 3 fois plus longtemps désormais. C'est accepté par tout le monde.

Stéphane Hutten, Hogan Lovells : Il y a moins l'effet accélérateur que



Aurélien Bettas Regalin

- Directeur des Fusions-Acquisitions du Group Cegid, Aurélien a réalisé une vingtaine 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.

l'on avait souvent quand un current trading positif sortait en plein process.

Peter Harbula, Invivo Group : Il y a eu un autre phénomène c'est que les fonds dans les opérations d'envergure, font souvent participer leur LP. C'est un moyen de leur proposer un TRI plus élevé et aussi limiter l'exposition des fonds. Dans certain cas de figure, certains LP peuvent se rétracter en fin de process si le TRI attendu de l'opération post due diligence a trop baissé, dans un environnement où les taux d'intérêts continuent d'augmenter, ce qui leur offre des opportunités d'arbitrages sur le couple risque / rendement de dernière minute, y compris pour les fonds d'investissement d'ailleurs, même s'ils ont aussi des contraintes pour investir. Tout ceci ne favorise pas les opérations en termes de volumes bien entendu.

Alban Neveux, Advention : Un autre phénomène qui accélère la baisse du M&A; Beaucoup de thèses du PE reposaient sur le Buy & Build.

Or, les "economics" ne marchent plus. Il y avait un effet relatif à faire

“Le ralentissement du marché est notable avec un double effet volume et valeur. D'une part, nous sommes à -30% de LOI depuis le début d'année vs 2022. D'autre part, nous avons transformé positivement près de 50% de nos LOI en 2022 (7 acquisitions), cette année le ratio est tombé à environ 15% (5 acquisitions à date).”

Aurélien Bettas-Régalin

des acquisitions. C'est un deuxième phénomène accélérateur de la baisse du marché. On achetait à 12x l'Ebitda

la plateforme et à 8x les Build Ups. Ce qui permettait ensuite de faire baisser le prix d'acquisition de l'ensemble. C'était quasiment gagnant à tous les coups. Or cette belle dynamique s'est un peu grippée. On revient aux fondamentaux de trouver la valeur. C'est le vrai sujet des 12 prochains mois.

Olena Vlasyuk, Aon : Aujourd'hui on sent que les acquéreurs cherchent des actifs parfaits dits "fly to quality", qui partent aussi vite qu'avant et attirent autant d'acquéreurs potentiels. Quand il s'agit des actifs qui ne rentrent pas dans cette catégorie, le moindre risque identifié dans les travaux de due diligence est un sujet de renégociation du prix et retarde le process.

Virginie Lazès, Rothschild & Co : Et là, viennent d'être mentionnées les raisons de ne pas faire du côté acquéreur, mais du côté du vendeur la principale source de raisons de ne pas faire est le non-alignement des actionnaires sur les valorisations de sortie et les horizons temporels. Dans



un environnement incertain comme aujourd'hui, tout cela est exacerbé.

Alban Neveux, Advention : Et il y a une autre brique qui accélère la baisse du M&A, ce sont les clients internationaux, dont les chinois, qui sortent du marché.

MdA : Comment les acteurs s'adaptent à la pénurie de dette et au manque de visibilité ? (Clauses d'ajustement de prix, assurance de certains risques...)?

Virginie Lazès, Rothschild & Co : Et puis toutes les discussions juridiques deviennent compliquées. C'est le

retour des GAP et des "Earn outs". N'est-ce pas messieurs les avocats ?

Stéphane Hutten, Hogan Lovells : Oui le retour des Earn Out peut impliquer des contentieux car il faut être en mesure de déterminer la valeur future... Il faut se mettre d'accord sur la conceptualisation précise d'une formule. Comme les durées de transaction ont rallongé entre signature et closing, les tensions se multiplient sur la période intermédiaire et la fermeté du contrat est encore plus fondamentale.

Rémy Boulesteix, KPMG : On observe encore majoritairement des

déterminations du prix en "locked box" ou prix fixe. Je pense que les vendeurs arrivent encore à imposer ce mécanisme qui est considéré comme leur étant favorable, soit sur les star assets soit lors des négociations en contrepartie d'un effort sur d'autres aspects comme la valorisation. Il faut néanmoins s'attendre à un rééquilibrage avec davantage de mécanismes d'ajustement de prix au closing ou "completion accounts", notamment quand il y a plus d'incertitude sur la réalisation des prévisionnels.

Stéphane Hutten, Hogan Lovells : Il y a deux familles de prix. Le prix fixe, dit Locked box et les "completion



Peter Harbula

- Péter Harbula est Group Head of M&A en charge des opérations de fusions-acquisitions.
- Après avoir commencé sa carrière chez Deloitte, Péter rejoint le futur Edenred (Accor Services) en 2007 et occupe le poste de Directeur M&A Groupe d'Edenred à partir de 2010 jusqu'en 2022, date à laquelle il rejoint le Groupe Invivo comme Group Head of M&A & Integration.
- Péter prendra prochainement la direction du département M&A d'un autre groupe. Lors de ses années chez Edenred et Invivo, Péter aura réalisé plus de 130 opérations M&A - dont plus de 100 acquisitions - sur 5 continents et 35 pays, la Valeur Entreprise cumulée à 100% de ses opérations excédant 5 milliards d'euros.

accounts” ; Ce que le marché ne voulait plus car c'était sujet à beaucoup de discussions, voire contentieux. Mais à côté des deals “Plain Vanilla”, il y a aussi des deals plus complexes et sans ces outils là que l'on utilisait moins, on peut difficilement les sortir. De même l'intervention d'assurances de garantie de passif peut bien aider dans certains cas. N'est-ce pas Olena ?

Olena Vlasyuk, Aon : Oui, en effet. C'est clairement une tendance de fond, l'assurance de garantie de passif permet de débloquent certains deals qui n'auraient pas pu se faire sans. Nous intervenons sur des transactions dans tous les secteurs d'activité et sur tous les segments et nous observons une croissance exponentielle de l'utilisation de ces produits depuis deux ans. D'ailleurs, depuis un an environ il y a plus de deals faits par les corporates. En regardant nos chiffres, pratiquement 70% des deals sur lesquels nous avons travaillé ont été faits par des corporates et 30% seulement par des PE, ce qui est assez inhabituel comme écart. Par ailleurs, il y a un vrai focus sur les

“ Il y a quand même un volant d'activité très significatif qui reste peut être parce que certains secteurs sont plus résilients. Je rejoins ce que dit Marc-Elie en tout cas, le M&A Corporate se porte globalement plutôt bien si les bilans le permettent. Maintenant, les opérations sont plus compliquées à mettre en œuvre. Il y a de l'offre, il y a de la demande, mais comme je le disais, les attentes ne “matchent” pas forcément et il y a un sujet de renchérissement du financement qui n'aide pas non plus. ”

Peter Harbula

assurances M&A car elles permettent d'aller plus vite et d'externaliser certains risques identifiés, notamment des risques fiscaux, vers le marché de l'assurance.

Rémy Boulesteix, KPMG : Cela renforce l'importance de mener une due diligence buy side complète et d'une profondeur raisonnable car, sans ce préalable, les assureurs seront réticents à couvrir les déclarations et garanties des SPA ou proposeront des primes et des franchises élevées. Nos travaux de due diligence représentent bien de ce point de vue un catalyseur des process.

Olena Vlasyuk, Aon : Je suis d'accord, sachant qu'en parallèle des assurances de garantie de passif, on a de plus en plus d'assureurs qui ont de l'appétit pour couvrir des risques identifiés, tels que des risques fiscaux, des risques liés au contentieux en cours, des risques portant sur des permis de construire, etc. Ces assurances sont de plus en plus fréquemment utilisées par des vendeurs afin d'anticiper toute

demande de réduction du prix ou garantie spécifique portant sur le risque en question. Le fait d'assurer un risque qui aurait pu être un deal breaker, permet d'améliorer la qualité de l'actif cédé. Si le risque a été identifié par le vendeur, il sera forcément par l'acquéreur et c'est là où c'est important de savoir si le risque est assurable et d'anticiper le process.

Stéphane Hutten, Hogan Lovells : Ce qui serait utile pour nous, c'est d'arriver à faire des assurances “Stapple” jointes et complètes très tôt dans le process. Il y a des pays où cela se fait déjà et c'est très appréciable.

Olena Vlasyuk, Aon : Effectivement c'est possible quand on intervient coté vendeur. D'ailleurs, sur un marché très pro- vendeur c'est ce que l'on faisait sur un tiers des opérations sur lesquelles nous étions impliquées. Désormais, c'est plus compliqué car on est sur un marché plus acheteur et il est plus difficile pour le vendeur d'imposer ses conditions de vente, notamment l'assurance stapple.

Stéphane Hutten, Hogan Lovells : Pour garder un bon momentum, arriver à avoir un deal bien ficelé et très préparé tôt dans le processus de vente, a une valeur encore plus élevée qu'avant. L'assurance de garantie de passif dont je suis un vrai promoteur est vraiment utile. Le next step, serait d'avoir une assurance garantie de passif que l'on met dans le deal à l'entrée dont on connaît tous les termes. Peu de vendeurs le font mais c'est le sens de l'histoire.

Aurélien Bettas Regalin, Cegid : Cela reste un produit très vendeur, elle peut être intéressante dans certains cas mais n'est pas souvent l'option privilégiée en tant qu'acheteur. De notre côté, nous ne faisons pas d'acquisition sans garantie d'actif et de passif, ainsi l'assurance aide parfois à trouver un compromis sur le sujet. Je voudrais revenir par ailleurs sur les earn out,

naturellement ils deviennent plus fréquents dans des contextes de marché qui sont moins “vendeurs”. L'intégralité de nos 10 dernières acquisitions présente une composante earn-out.

Peter Harbula, Invivo Group : Je rejoins Aurélien, pas de deals sans garantie de passif et toujours plus de earn out ou mécanisme similaire. Clairement avec l'inflation, il y a eu des interrogations sur les bénéfices à horizon 12 / 18 mois: Les current trading sont plus incertains.

Aurélien Bettas Regalin, Cegid : Ce que nous faisons de plus en plus c'est de structurer un earn out à très court terme. C'est ce que j'appelle un “earn out” de *derisking*. J'aime bien cela car les vendeurs ont cette fâcheuse tendance à quelque peu gonfler leur atterrissage de l'année en cours. Ainsi, l'earn-out fait quasiment figure de clause d'ajustement de prix dans certains cas.

Virginie Lazès, Rothschild & Co : Et pour revenir sur les assurances. Il fut un temps où les deals entre fonds n'avaient pas de GAP. Aujourd'hui, les fonds acheteurs redemandent une GAP et comme le vendeur PE n'en donne toujours pas, il faut trouver une assurance.

Olena Vlasyuk, Aon : C'est vrai que le marché gagne en maturité. Il y a 5 ans encore, on avait environ 5% des transactions assurées en France. Aujourd'hui on est plus autour de 25%. Et je rejoins ce que dit Virginie, les fonds commencent à souscrire ce type d'assurance même dans des deals *PE to PE*. Cependant on est encore très loin de nos voisins européens. En Allemagne on est plutôt autour de 40% des transactions assurées, et autour de 50% dans les pays nordiques, nous avons donc encore une bonne marge de progression. Aujourd'hui la plupart des avocats français connaissent ces produits et





n'hésitent plus à les préciser à leurs clients, notamment car il n'y a plus de crainte sur le fait que l'assureur va tout faire pour ne pas payer le sinistre. C'est un outil transactionnel qui facilite grandement les deals et dans le contexte actuel c'est important.

Olena Vlasyuk, Aon : Aujourd'hui le taux de sinistralité a fortement augmenté. Il y a une police sur cinq qui est activée et de très gros sinistres qui ont été payés en Europe. D'ailleurs, aux Etats-Unis, il y a même des cabinets d'avocats qui se sont spécialisés dans la revue des polices M&A à quelques mois de leur expiration afin de voir ce qui pourrait être réclamé par des assurés.

Aurélien Bettas Regalin, Cegid : C'est un peu la même logique pour les GAP. Aux Etats Unis, ils ont cette culture d'activer des GAP dès que les sommes en jeu sont au seuil de matérialité, c'est assez différent en Europe.

Virginie Lazès, Rothschild & Co : Est ce qu'il y a maintenant des assurances qui assurent des risques identifiés ?

Olena Vlasyuk, Aon : Aujourd'hui la plupart des risques identifiés qui nous sont soumis par nos clients sont

des risques fiscaux, nous avons même réussi à assurer plusieurs management packages, ce qui montre l'évolution de l'appétit des assureurs, qui ne voulaient pas en entendre parler il y a quelques années. Par ailleurs, nous assurons régulièrement des risques liés à la requalification d'une société en société à prépondérance immobilière, des risques liés à la substance pour un fond, la taxe de 3%, les IFU, les DAS2, etc. On peut aussi assurer des risques liés aux contentieux en cours. Les vendeurs sont plutôt contents dans un contexte d'incertitude grandissant de pouvoir assurer les risques identifiés car cela leur permet d' "acheter" la tranquillité.

Rémy Boulesteix, KPMG : La possibilité d'assurer les risques identifiés va certainement contribuer à fluidifier les transactions et mérite d'être mieux connue.

Marc-Elie Bernard, Edenred : Il y a deux ou trois grosses différences entre GAP et assurances. La mise en jeu d'une assurance est compliquée à mettre en œuvre. Cela peut prendre beaucoup de temps.

Benjamin Marché, Squire PB : Je voudrais rebondir sur ce que disait

Stéphane. Il a prononcé le mot magique coté financement *Stapple*. Le mécanisme était parfois proposé dans les opérations dans les années passées, mais rarement utilisé par les acquéreurs. Le *stapple financing* permettrait d'améliorer les conditions de financement de l'acheteur auprès de ses propres prêteurs. Récemment, et à plusieurs reprises, nous l'avons utilisé dans des transactions. L'inclusion d'un financement dans l'offre de vente permet d'une part à l'acheteur et au vendeur de supprimer une partie de l'incertitude que l'on peut connaître sur la structuration du financement et ses conditions. Par ailleurs, ce sont souvent les prêteurs qui sont en place dans l'opération objet de la cession et qui connaissent bien l'actif. Cela à une double vertu, les prêteurs peuvent être plus flexibles dans les négociations grâce à leur connaissance de l'actif et cela rassure généralement l'acheteur que les prêteurs actuels soient prêts à continuer à accompagner la société. C'est une des voies qui permet de réduire les temps d'exécution autour de l'opération.

MdA : Tout à l'heure Virginie parlait de la baisse d'activité, le pipe semble quand même moins garni. Peut-on espérer une reprise quand la

situation économique et les taux se seront stabilisés ?

Alban Neveux, Advention : Je vois trois phénomènes par rapport au futur, c'est que tout le monde se recale sur un scénario pessimiste comme "Base Case". Deuxième phénomène, on intègre dans les réflexions aujourd'hui que jamais les sujets liés à l'ESG et les sujets technologiques dont l'IA. Et le troisième c'est le travail sur les leviers de création de valeur fondamentaux, pour faire une vraie transformation pour que quel que soit la conjoncture quelque part l'actif ça crée de la valeur. Ce sont les trois briques que l'on voit dans les 2 ou 3 prochaines années.

MdA : Rémy, chez KPMG, votre position de leader vous fait voir beaucoup de deals quels que soient leur taille. Peut-on être optimiste pour les mois à venir ?

Rémy Boulesteix, KPMG : Il y a des facteurs qui pourraient relancer l'activité, notamment si les perspectives de taux et d'inflation se stabilisent. L'un d'eux serait de parvenir à dégripper le secteur du LBO Upper Mid et Large si les différentiels de valorisations se résorbent. Cela pourrait notamment passer par les ajustements observés aux Etats-Unis qu'Alban évoquait. Le contexte géopolitique renferme certes de l'incertitude mais aussi des facteurs d'activité M&A avec des désengagements et des renforcements géographiques ou la régionalisation des supply chains. Enfin, après l'ESG, les agendas stratégiques doivent aujourd'hui également intégrer l'intelligence artificielle qui, de la même manière, est porteuse de risques mais aussi d'opportunités et donc de réflexions M&A pour les corporates et les fonds. En termes de volume d'activité à venir, nous partageons le sentiment général que le "pipe" se remplit plus doucement. On anticipe aussi que l'accumulation d'actifs qui ont été visés par des opérations qui ont échoué en conduira certains à revenir sur le marché, en particulier quand



Olena Vlasyuk, Aon : Je crois que la stabilisation des taux pourrait booster le marché. Aujourd'hui il y a un aléa sur le coût de la dette et cet aléa est difficile à gérer pour des fonds qui n'ont pas de visibilité nécessaire sur le rendement de leurs investissements.

Aurélien Bettas Regalin, Cegid : D'un point de vue macro, je rappellerai que nous sommes quasiment revenus au pic du Nasdaq. Après avoir vu une baisse de -30% en début d'année, le Nasdaq a repris +25% ces derniers mois. J'en discutais d'ailleurs hier avec mes actionnaires qui eux-mêmes me parlaient d'un pick up sur les valorisations. J'ai l'impression qu'il y a une dynamique qui se ré-enclenche sur les marchés de la "Tech", sûrement boosté par l'IA. Quand on regarde les courbes des boursiers techs, les dernières tendances sont positives.

Benjamin Marché, Squire PB : Je suis peut-être un peu optimiste pour 2024. Je pense que la stabilisation des taux va arriver car la BCE a 6 mois de retard sur la Fed et la Fed a commencé à stopper la hausse des taux. En Pologne, ils ont déjà annoncé une baisse de 70 points de base. Enfin et surtout il y a un principe de réalité : et que les fonds vont devoir investir à défaut, il n'y aura pas de frais de gestion.

Alban Neveux, Advention : Oui et d'ailleurs c'est ce que disent les investisseurs les plus expérimentés. Lors d'un déjeuner avec quelques vieux briscards du PE, ils nous avaient dit avec le recul "Ce que l'on appris au cours des cycles, la pire erreur c'est d'arrêter d'investir et ne rien faire."

Marc-Elie Bernard, Edenred : J'avais posé la question un gérant de fonds très expérimenté lors de la crise financière qui m'avait répondu avec flegme : "Si je n'investis pas je suis mort, si j'investis je suis peut-être mort." ■

les écarts de prix acheteur-vendeur seront résorbés. Ceci passe par une cohérence des valorisations avec les perspectives d'activité économique et de performance individuelle. Cela peut contribuer à ce que l'année 2024 voie une reprise progressive, notamment en seconde partie, le temps que ces mouvements s'amorcent..

Stéphane Hutten, Hogan Lovells : Il me semble qu'à notre humble échelle, il y a plusieurs leviers pour continuer à avoir de la croissance. Déjà il y a des acteurs qui sont plus sur des temps longs. Il y a les corporate, les family office, des fonds qui réfléchissent différemment. Il y a aussi tous ceux qui savent gérer la complexité. On ne va pas pouvoir faire fonctionner le marché avec la santé et la tech seulement ; cela devrait nous permettre de travailler aussi avec des fonds qui n'ont pas peur de cette complexité au-delà du "plain vanilla". Cela va être l'année de ceux qui ont du temps et ceux qui ont un peu moins peur des dossiers plus complexes. A l'autre bout, les deals plain vanilla risquent encore plus en compétition.

Virginie Lazès, Rothschild & Co : Je souscris à tout ce que dit Stéphane. 2024 devrait être plus active que 2023, mais avec des transactions différentes et des process différents.