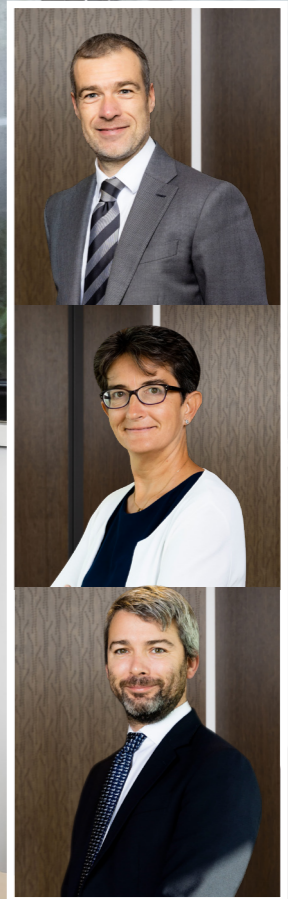


16
Janvier
2024



Chez Squire Pb. 9 rue du Général Foy 75008 Paris

LES RENCONTRES D'EXPERTS

Spécial M&A



LA DYNAMIQUE M&A EST PORTÉE DÉSORMAIS DAVANTAGE PAR LES CORPORATES ET LE SMID-CAP

Après un début d'année 2023 très actif, le volant de transactions des fusions acquisitions a connu un fléchissement, pour atterrir à un niveau proche de celui de 2018. Prix insuffisants, inflation, hausses des taux, conflits géopolitiques...ralentissent la frénésie d'achat de ces deux dernières années et la part des deals abandonnés ou repoussés a eu tendance à augmenter. Heureusement, certains secteurs et segments semblent avoir leur propre dynamique et pourraient d'ailleurs offrir un rebond à l'activité en 2024. Retour avec 9 spécialistes sur les tendances observées et surtout à venir.

MdA : Chaque début d'année est l'heure des bilans. Avec certains d'entre vous on avait fait quelques points d'étape cette année en juillet et septembre et noté quelques changements notables dans les rapports de force entre acheteurs et vendeurs. Finalement, quels enseignements tirez-vous de l'année écoulée ?

Vincent Delmas, KPMG : Au sein de KPMG, l'année 2023 a été excellente car elle s'est clôturée (fin septembre) au même niveau que l'année 2022 qui était déjà une année record. Ce n'était pas intuitif ni anticipé. On a eu la chance de travailler sur la très grande majorité des plus gros deals. Il y en a eu moins donc c'était important de les avoir. L'année a été marquée par une plus grande polarisation vers certains secteurs et davantage d'opérations corporate versus private equity. Les proportions habituelles ont été un peu inversées.

Erwan Colder, PwC : Nous clôturons à fin juin et nous faisons à peu près le même bilan. Nous avons une année 2022 record, mais on a fait mieux en 2023. Mais nous regardons de

près, nous avons un très bon élan sur les premiers mois de l'année et puis nous avons senti un certain fléchissement. C'est une performance qui est très remarquable pour nous car historiquement nous avons toujours été très actifs sur le PE Large Cap. Or, il y a eu beaucoup moins d'opérations de Private Equity. En termes de secteur, il y a moins de secteurs qui réalisent des transactions. Le Financial Services a continué de bien fonctionner. Notre modèle est un peu différent de celui des banques d'affaires. Que le deal se fasse ou pas, on travaille. Et on a un modèle d'honoraire qui fait que l'on est un peu moins exposé que peuvent être les banquiers. Donc globalement 2023 est une bonne année avec l'espoir que 2024 soit une meilleure année.

Virginie Lazès, Rothschild & Co : De manière plus générale, les statistiques de Dealogics, montrent que le marché du M&A en France a baissé de 13% par rapport à 2022 et de 45% par rapport à 2021. Après, je vous ai entendus Messieurs, au delà de vos performances propres, vous avez dans vos chiffres 2023 sans doute une partie du backlog de 2022. Car globalement, l'année 2023 était quand

même ralentie. Quand on bridge 2019 et 2023, le marché apparaît flat, sans croissance. Donc l'année 2023, est demeurée active mais a été moins flamboyante que les deux précédentes années, avec des dichotomies de croissance par secteur et par segment. Beaucoup de questions se sont posées, liées au contexte économique et à l'incertitude géopolitique. Car au-delà du renchérissement du coût de la dette, c'était plus l'incapacité à se projeter qui a pénalisé les opérations, et beaucoup d'interrogations sur les "current tradings", ce qui a créé beaucoup d'attentisme, de la part des fonds de Private Equity, notamment. Et à l'inverse, les corporates sont restés plus actifs, profitant de valorisations sans doute un peu plus faibles et de moins de concurrence dans les process.

Sectoriellement, on a vu logiquement que les secteurs exposés à l'inflation ont été pénalisés (consumer, industrie). La tech aussi a été pénalisée. Mais la santé ou l'éducation ont plutôt bien résisté. Et enfin, quels que soient les secteurs, la question de l'impact de l'IA sur l'activité et le business model des acteurs s'est posée, et continuera à se poser.

Vincent Delmas

► Diplômé du MBA de l'Insead et de la Kedge Business School, Vincent Delmas a rejoint KPMG France en 1995, en audit grand comptes tout d'abord et en Transaction Services ensuite à partir de 2005, département qu'il dirige depuis 2020. Il accompagne les fonds d'investissements ainsi que les grands groupes dans leurs opérations d'acquisition ou de cession, en France comme à l'international, dans le cadre d'opérations valorisées entre 50 millions et plusieurs milliards d'euros, notamment dans les secteurs de la distribution, des services, de la santé et des utilities.

► L'équipe Transaction Services de KPMG est composée de 300 personnes à Paris et dans les territoires, au travers des 200 bureaux afin d'être au plus près des réalités économiques des clients. L'équipe intervient à toutes les étapes de la transaction : dues diligences financière, ESG, EHS ou e-réputation à l'acquisition ou à la cession, assistance dans le cadre d'OPA, deal analytics, enjeux comptables et financiers de la transaction.



MdA : Stéphane, chez Publicis vous êtes restés très actifs en 2023, même si les valorisations n'ont pas forcément beaucoup baissé dans votre secteur, n'est ce pas ?

Stéphane Estryn, Publicis : Oui, Je voudrais réagir sur deux ou trois aspects. Chez nous, l'année 2023 a été active pas tant sur les acquisitions mais plutôt sur les Joint Venture et les participations minoritaires. La raison pour laquelle on a fait moins d'acquisition tient au fait que l'on s'est concentré sur l'exécution du business. La deuxième raison c'est qu'il y a aussi beaucoup de process qui ont été plusieurs fois reportés pour les raisons qu'a évoqué Virginie. Cela dépend aussi des géographies parce qu'aux Etats Unis, il y a une fenêtre de tir puis il va y avoir les élections américaines qui vont avoir un impact. En tout cas, on a vu des process qui n'ont pas été lancés et les process qui ont été lancés ont été particulièrement longs. Et

d'ailleurs, cela mène certains process à s'arrêter en cours de route. Car quand un process s'étale sur plusieurs mois, on a le temps de voir comment l'activité a évolué et si la croissance n'est pas aussi forte qu'attendu, on a tendance à sortir

“L'année a été marquée par une plus grande polarisation vers certains secteurs et davantage d'opérations corporate versus private equity. Les proportions habituelles ont été un peu inversées.”

Vincent Delmas

ou renégocier. Sur les valorisations, il y a une correction assez importante mi 2022. Et sur les actifs en technologie à forte croissance les process qui se

font avec ou sans nous se font sur des valorisations très élevées. Des sociétés de services techniques en Europe se vendent plus de 15 fois l'Ebitda en Europe. Et 12 ou 15 aux Etats Unis. Donc on fait attention compte des perspectives assez floues.

MdA : Stéphane, avez-vous une idée du taux de transformation des opérations lancées ces douze derniers mois 2022?

Stéphane Estryn, Publicis : Historiquement, quand on signait une lettre d'intention, on avait toutes les chances d'aller jusqu'au signing, sauf gros accident de parcours. C'est un peu moins le cas maintenant, à cause du "current trading". On va jusqu'au bout du process dans les trois quarts des cas mais désormais on a développé des réflexes qui nous conduisent à ne plus hésiter à stopper un process le cas échéant.



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 Bechtel 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.

Peter Harbula, Spie : Je confirme ce que dit Stéphane. 2023 a été une année active. De notre côté, je ne vois pas trop de baisse du pipeline. Nous avons réalisé en 2023 d'ailleurs 8 opérations small et midcap. Après, cela fait partie du modèle de Spie de faire des acquisitions. Pour revenir sur les valorisations, c'est partagé. Les très beaux actifs se vendent toujours aussi cher, les actifs moyens connaissent une petite inflexion du prix. Les industriels gardent raison et sont sélectif sur les actifs et raisonnable sur le prix. Mais les vendeurs ont - toujours et encore - du mal à l'intégrer. Sur des actifs d'une certaine taille, l'offre d'un corporate est jugée avec plus certaine en termes de capacité d'exécution (deal certainty). Je pense que cela peut nous aider aussi pour 2024 tout comme la force d'un projet industriel ou une structuration adéquate.

MdA : Oléna, vous disiez il y a six mois que les vendeurs veulent vendre avec le prix d'hier et les acheteurs acheter avec le prix de demain. Du

“Au-delà du renchérissement du coût de la dette, c'était plus l'incapacité à se projeter qui a pénalisé les opérations, et beaucoup d'interrogations sur les “current tradings”. Ce qui a créé beaucoup d'attentisme, de la part des fonds de Private Equity, notamment. Et à l'inverse, les corporates sont restés plus actifs, profitant de valorisations sans doute un peu plus faibles et de moins de concurrence dans les process.”

Virginie Lazès

coup, il y a un décalage entre l'offre et la demande... Ce expliquait un certain décalage. Est ce toujours le cas ?

Oléna VLASYUK, Aon : Je pense qu'effectivement, même si les valorisations se sont un peu plus stabilisées, et qu'il y a plus d'acceptation des vendeurs des nouvelles valorisations. Sauf dans certains secteurs comme le courtage, où les deals se font toujours avec des valorisations à 15 ou 16 x L'Ebitda, la valorisation dans la plupart des autres secteurs a été revue à la baisse. On a eu des situations en fin d'année 2023, des vendeurs qui se sont retirés n'ayant pas obtenu les offres attendues. Je noterai qu'il y a aussi de plus en plus de process restreints. En 2021/2022, il y avait beaucoup beaucoup plus de bidders dans les process. Aujourd'hui, on n'a parfois que deux bidders au maximum. Dans une période d'incertitude, les acquéreurs hésitent à engager beaucoup d'investissements si leur chance d'arriver au bout est

Peter Harbula

- Péter Harbula est Group Head of M&A en charge des opérations de fusions-acquisitions chez Spie.
- 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.
- Lors de ses années chez Edenred, Invivo et Spie, Péter aura réalisé plus de 150 opérations M&A - dont plus de 110 acquisitions - sur 5 continents et 35 pays, la Valeur Entreprise cumulée à 100% de ses opérations excédant 5 milliards d'euros.
- Péter est titulaire d'un DESS en Techniques Financières et Bancaires et d'un doctorat en Sciences de gestion de l'Université Paris II Assas et enseigne à HEC depuis 2006.



réduite. Une autre évolution que je relève et qui a été déjà mentionnée : en 2023, on a vu plus de process interrompus et pour la première fois, en ce qui me concerne, entre le signing et le closing. Cela n'existait pas avant et désormais cela arrive, certes marginalement mais on en a vu deux ces derniers mois. Sur l'analyse du marché, je ne peux qu'être d'accord avec le constat établi précédemment sur la prépondérance des corporate dans les processus d'achats. Les rapports de force se sont inversés en leur faveur. On espère que les fonds vont revenir au deuxième trimestre pour retrouver une dynamique.

MdA : Benjamin, on parle de valorisations. Ces dernières sont étroitement liées aux conditions de financement que l'on peut obtenir dans une opération. En tant que spécialiste du financement autour de la table. Quelles évolutions avaient vu sur l'année ?

Benjamin Marché, Squire PB : La

capacité de financement a eu tendance à diminuer en 2023 pour les fonds.

“Je confirme ce que dit Stéphane. 2023 a été une année active. De notre côté, je ne vois pas trop de baisse du pipeline. Nous avons réalisé en 2023 d'ailleurs 8 opérations small et midcap. Après, cela fait partie du modèle de Spie de faire des acquisitions.”

Peter Harbula

Tout le monde le sait. L'incertitude sur la hausse des taux que l'on connaît depuis 18/24 mois ne permettait pas forcément aux fonds de se projeter sur les business plan proposés. La conjoncture géopolitique ajoutée

à une couche d'incertitude qui les empêchent de se positionner sur les valorisations espérées par les vendeurs. A l'opposé, les grands corporate ont une grande facilité à lever des fonds et ont des trésoreries qui ont très bien résisté avec la conséquence qu'elles peuvent se positionner plus facilement. Surtout leurs offres sont considérées comme étant plus certaines d'aller au bout car le quantum de financement est moindre. Si vous y ajoutez un peu d'incertitude sur les restrictions des banques, les process ont été beaucoup plus longs. Alors ou on faisait des opérations entre 6 et 8 semaines, on est désormais sur 3,4 ou 5 mois sur les derniers mois de 2023, selon la complexité 1/ de l'acquisition et 2/ du deal en fournissant différentes tranches senior debt. Ce que l'on ne voyait plus du tout ces dernières années car les points étaient plus facilement acceptés par les prêteurs. Les comités de crédit sont désormais plus regardants et plus stricts. Au final, dans ce contexte, ce qui nous a beaucoup occupés en 2023 ce sont les deals en portefeuille



Denis Barat

- Avocat au barreau de Paris, Denis Barat est associé au sein du département Corporate-M&A du cabinet Squire Patton Boggs.
- Il intervient régulièrement pour de grands groupes français ou étrangers, sur des opérations de spin-off, de croissance externe ou de partenariat (joint-ventures), le plus souvent avec une dimension transfrontalière.
- Squire Patton Boggs est un cabinet global comptant plus de 1.500 avocats exerçant dans 40 pays dans le monde. Son bureau parisien couvre l'essentiel des spécialités mobilisées par la vie des affaires (corporate-M&A, fiscalité, financement, social, restructuring, immobilier, IP-IT, contentieux, arbitrage, données personnelles, etc.)



avec des opérations d'Add On sur des deals déjà existants que les banques connaissent car elles ont une historique de performance sur 12/18 mois. Le dernier trimestre 2023 laisse transparaître également un début d'année 2024 un peu plus actif que les années précédentes. La stabilisation des taux, qui devrait perdurer coté BCE devrait aider les fonds à se projeter à moyen terme.

MdA : Vous confirmez ces tendances coté corporate ?

Felix Hedde, AlmaViva Santé : Absolument. Dans la santé, il y a eu beaucoup d'activités. La dynamique est notamment portée par les fonds de Private Equity et surtout d'infrastructures, qui sont très présents. Le secteur est perçu comme contracyclique et beaucoup d'acteurs se ruent sur les beaux actifs, à tel point que sur certains segments de la santé, on est moins compétitif en termes de valorisation. On notera un léger ralentissement en fin d'année 2023 avec des process qui ont eu

“La situation est finalement très contrastée selon les secteurs. Les activités réglementées ou contracycliques comme la santé ou l'éducation ont généré un pipeline plus dense, avec des décisions d'investissement largement décorrélées des conditions macro-économiques. A l'inverse, un secteur comme la construction et le bâtiment a pâti à la fois des hausses des matières premières et de la hausse des taux d'intérêt. Il y a eu un effet double lame.”

Denis Barat

du mal à aboutir et ont été décalés. Après, si le secteur est résilient, on est affecté par le renchérissement du coût du financement comme tout le monde. En revanche, ce qui nous a beaucoup impacté beaucoup c'est l'immobilier. Il se trouve que nous on a une thèse murs et fonds, du coup, on ne dépend pas d'une externalisation. Mais beaucoup de nos concurrents dépendent de l'externalisation auprès d'une foncière sur certains deals et cela pour le coup, cela ralentit pas mal les process. Cela a eu un impact sur les valorisations. Parallèlement, on a constaté un assèchement des fonds du fait de la fusion Primonial et ICADE Santé a diminué le nombre d'acteurs. Ce qui fait que le deal classique murs et fonds a été assez fondamentalement remis en cause.

Denis Barat, Squire PB : 2023 restera un petit millésime en M&A, mais qui succédait à une année record en 2021 et un beau premier semestre 2022. Cela s'est manifesté par moins de deals allant jusqu'au closing, et à l'inverse de nombreux process qui n'ont pas



Erwan Colder

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

passé le "cut" du current trading au second semestre, avec des vendeurs dont les prétentions restaient alignées sur les performances de 2022. Mais la situation est finalement très contrastée selon les secteurs. Les activités réglementées ou contra-cycliques comme la santé ou l'éducation ont généré un pipeline plus dense, avec des décisions d'investissement largement décorréliées des conditions macro-économiques. On pourrait ajouter la cyber-sécurité ou l'armement et la défense, dont l'accès au financement hors pouvoirs publics est réduit, mais qui bénéficie du contexte que l'on connaît. À l'inverse, un secteur comme la construction et le bâtiment a pâti à la fois des hausses des matières premières et de la hausse des taux d'intérêt. Il y a eu un effet double lame, qui a pesé très lourdement sur tous les acteurs de la chaîne, fabricants ou distributeurs, même si les opérateurs présents dans la rénovation, l'électrification ou la décarbonation, ont un peu moins souffert. Le secteur de la chimie – très

consommateur d'énergie – a également connu une année difficile, notamment les grands groupes européens, qui sont fortement pénalisés par rapport à leurs concurrents US ou asiatiques, qui

“Nous avons eu une année 2022 record, mais nous avons fait encore mieux en 2023. Mais nous regardons de près, nous avons un très bon élan sur les premiers mois de l'année et puis on a senti un certain fléchissement.”

Erwan Colder

paient leur énergie moins chère. Avec un bémol pour les actifs positionnés sur la chimie de spécialité qui arrivent

à tirer leur épingle du jeu, à raison d'un pouvoir de marché supérieur. Notre bureau parisien a été impliqué en 2023 dans deux "auctions" très concurrentielles portant sur des actifs de cette nature.

Ce qui est intéressant, c'est que cette période de tension sur la valeur des actifs est aussi à l'origine de quelques belles opérations de spin-off par scission-cotation parmi les grands groupes cotés, tels que Vivendi, Sodexo ou Solvay, qui s'est scindé entre chimie généraliste et chimie de spécialité. Ce sont des deals motivés par des considérations de valorisations parce qu'aujourd'hui les gestionnaires d'actifs privilégient les "pure players". En pratique, ce sont des processus longs et complexes sur lesquels nous intervenons très en amont, et qui supposent de bien gérer le narratif, avec un gros travail préparatoire sur les sujets IT, RH, sur l'allocation de la dette et des passifs et sur les relations commerciales qui peuvent subsister entre les entités précédemment liées.

Stéphane Estryn

- Stéphane Estryn est Directeur des Fusions & Acquisitions de Publicis Groupe, qu'il a rejoint en 2004. Il est en charge des opérations d'acquisition, de cession, de partenariats capitalistiques (joint-ventures) et du suivi des participations minoritaires.
- Stéphane et son équipe mènent une quinzaine d'opérations par an, d'acquisitions « bolt-on » à des opérations transformantes pour Publicis Groupe, sur tous les continents. Il a notamment réalisé de nombreuses opérations en Amérique du Nord et du Sud, en Europe occidentale et Europe de l'Est, en Chine, en Inde, en Afrique du Sud et en Australie.



Nous avons également constaté une autre tendance récente liée au contexte géopolitique, concernant des groupes industriels européens opérant dans des secteurs stratégiques avec des débouchés mondiaux, tels que les microprocesseurs. Ces groupes sont contraints à des découplages pour répondre à des contraintes réglementaires liées à la montée des tensions entre les US et la Chine. Cela se traduit par des phénomènes de duplication des usines et des solutions industrielles entre la Chine, les US et l'Europe, qui vont de pair avec une complexification des chaînes d'approvisionnement et des déséconomies d'échelle. Cela peut aussi passer par le rachat d'une société ou d'un groupe aux US ou en Chine (plutôt qu'une simple unité de production), notre bureau de Paris a récemment accompagné un groupe français dans une opération qui relevait de cette logique. Enfin, j'aimerais dire un mot sur les valorisations. Il y a un effet trompe

l'œil car les multiples affichés ne reflètent que certaines transactions, celles qui vont jusqu'au bout, et qui portent sur les actifs les plus résilients.

“Historiquement, quand on signait une lettre d'intention, on avait toutes les chances d'aller jusqu'au signing, sauf gros accident de parcours. C'est un peu moins le cas maintenant, à cause du "current trading.”

Stéphane Estryn

Pour toutes les autres, il n'y a pas de prix, puisqu'elles n'aboutissent pas. Cela tend à minorer la perception de l'écart entre les attentes des vendeurs et des acquéreurs. Mais le temps et

les résultats sur 2023 vont faire leur œuvre, donc les écarts entre les attentes vont nécessairement se combler.

Oléna VLASYUK, Aon : Je partage ce qui a été dit. On est intervenu sur plus de carve-out cette année comparé aux années précédentes. Les corporate essayent de sortir tout ce qui n'était pas stratégique et se concentrent sur le core business. Et les fonds sont d'ailleurs à l'affût d'opportunités.

Vincent Delmas, KPMG : On voit de très nombreuses opérations de carve out. Les corporate se recentrent sur leur activité core. Quand on regarde comment s'est construit 2023, on voit que certains secteurs comme l'énergie / infra, le software et le Financial Services ont été très résilients. Je rejoins ce que disait Erwan concernant la variété des secteurs dans les transactions qui semble moins variée. Quand on regarde le reste des secteurs d'activité, on voit que l'écart de prix entre acheteur et vendeur a tendance



Olena Vlasjuk

- 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.

à se réduire, notamment parce que les fonds ont l'obligation de faire remonter de l'argent à leurs LPs, ce qui pousse à une dynamique de cessions. On entend dire qu'il pouvait y avoir deux tours d'Ebitda entre vendeur et acheteur et cela a tendance à se réduire. Virginie, avez-vous aussi ce sentiment ?

Virginie Lazès, Rothschild & Co : Je suis d'accord avec Vincent. L'écart se réduit notamment parce que les vendeurs ont compris que le marché n'était plus le même. Une partie des deals 2023 étaient pour partie des deals initiés en 2022 avec des référentiels de marché encore élevés. Maintenant les pitches qui sont faits comprennent des estimations de valorisations actualisées. Les vendeurs sont éduqués en amont sur les valorisations. Soit ils y vont, soit ils préfèrent attendre que les agrégats de la société s'améliorent, pour atteindre la valorisation souhaitée.

Vincent Delmas, KPMG : En complément, dans l'approche de due diligence, on se focalise davantage sur

la création de valeur (resserrement des downsizes) et on se positionne très en amont sur les deals. On est sur une année 2024 qui elle aussi devrait être

“En 2023, on a vu plus de process interrompus et notamment entre le signing et le closing. Cela n'existait pas avant et désormais cela arrive, certes marginalement mais on en a vu trois ou quatre quand même ces derniers mois.”

Olena Vlasjuk

contrastée. Ce que j'observe quand même quels que soient les secteurs, c'est que les deals qui ont un management de qualité et une forme de résilience dans l'activité sont âprement bataillés et dans des délais très contraints. Ce que l'on découvre de plus en plus

ce sont des due diligences faites très rapidement quand on a des missions à l'achat, et il arrive que l'on trouve des sujets très significatifs. Ce qui d'ailleurs nous tend à prouver que l'IA ne nous remplacera pas dans l'immédiat. L'IA nous permettra de gagner beaucoup de temps sur des deals simples mais dès qu'il y aura des éléments de complexité, la présence d'équipes expérimentées sera absolument décisive.

Erwan Colder, PwC : En termes de contexte, ce qui nous a aidé aussi ce sont les résultats. En effet, 2022 était une très bonne année et donc on partait d'une référence élevée. En 2023, nous allons commencer à voir les effets de l'inflation dans les résultats. Nous avons désormais une meilleure vision sur la consommation, les niveaux de prix, cela va aider à se projeter. Parmi les catalyseurs 2024, je pense que les échéances de refinancement peuvent contribuer à la réalisation de deals. Même si on n'est pas dans une urgence absolue de refinancer, il va y avoir une fenêtre pour refinancer et à cette occasion on aura soit un refinancement

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.



quand c'est possible, soit une VDD pour une cession. On n'est clairement pas sur un marché comme en 2022 où tout tournait très vite. Aujourd'hui nous travaillons sur des situations pour lesquelles on se prépare très longtemps à l'avance et on a un calendrier très détendu. On a aussi des situations où la banque d'affaires resserre le nombre d'investisseurs acquéreurs dans l'enchère pour préserver l'actif en cas d'échec du process. Les fonds sont également réticents à dépenser de l'argent sans garantie d'aller au bout dans un environnement économique un peu compliqué. Je pense qu'un élément nouveau aussi, c'est l'arrivée de deals distressed.

Virginie Lazès, Rothschild & Co : Je pense aussi que 2023 a été l'année des situations inédites et tous les acteurs ont essayé d'être innovants. On a vu des process sans timing, ou des process avec un seul acheteur, des valorisations plus raisonnables (sauf pour des actifs d'exception), des opérations de carve outs de la part de certains corporates,

ou des opérations de build ups de la part de fonds de private equity pour faire croître de manière externe un

“Ce qui nous a beaucoup occupés en 2023 ce sont les deals en portefeuille avec des opérations d'Add-On sur des deals déjà existants que les banques connaissent car elles ont une historique de performance sur 12/18 mois. Le dernier trimestre 2023 laisse transparaître également un début d'année 2024 un peu plus actif que les années précédentes.”

Benjamin Marché

ebitda dont la croissance naturelle avait faibli. Et certains fonds ont

déployé des thèses de “Buy & Build”. Ils investissent dans une première plateforme et constituent ensuite par mécano industriel une société qui pourra se vendre avec un rerating de multiple car elle a changé de dimension (géographique, largeur de l'offre, ...). Tout ceci constitue le “new normal”, qui va alimenter 2024 en attendant une vraie reprise, peut-être en 2025.

Erwan Colder, PwC : Oui même si une des inquiétudes sur 2025, c'est que l'on va commencer à voir arriver les opérations qui ont été faites à des valorisations élevées juste post covid. Il faudrait vraiment un ajustement des prix ou que la performance soit là. Après ce que j'aime dans ce marché c'est la capacité d'adaptation des acteurs comme on a pu le voir ces deux dernières années...

Vincent Delmas, KPMG : Oui, si on prend du recul et que l'on compare la période actuelle à l'an dernier, on a accès à la dette plus



Félix Hedde

- Félix Hedde est Directeur M&A du groupe Al maviva Santé, 4e groupe hospitalier privé en France. Spécialisé dans la santé depuis plus de 10 ans, il a réalisé plus de 30 transaction d'hôpitaux, immobilier de santé, soins à domicile, radiologie, radiothérapie, etc.
- Après 3 ans chez Clearwater International, banque d'affaires spécialisée en small et mid cap, Félix a rejoint Al maviva en 2023, au service d'une stratégie ambitieuse développement soutenue entre autres par Wren House, BPI et SRS.
- Auparavant, Félix a passé 7 ans à la direction M&A d'ELSAN, actuel leader de l'hospitalisation privée.

large. Souvenez-vous, au-delà de 300 M€ il était compliqué de trouver des financements en raison de la volatilité de l'environnement économique et du manque de visibilité lié à l'inflation. Je pense que l'année 2024 va être l'année des current trading. En effet, les sociétés qui se portent bien avec tout ce qu'elles ont connu seront très courtisées et cela va créer plusieurs classes d'actifs : ceux qui trouveront facilement preneurs et seront bien valorisés et un marché plus difficile pour les autres.

Erwan Colder, PwC : Certains secteurs sont plus recherchés que d'autres. On a l'impression qu'il y a un backlog dans la santé ou la tech. Je suis toujours surpris de voir le nombre d'ESN qui sont à vendre...

Stéphane Estryn, Publicis : Je suis prudemment optimiste. Si je reprends ce que vous avez dit, il y a plus de visibilité, sous réserve d'éventuels bouleversements géopolitiques qui pourraient tout changer. On démarre quand même l'année 2024 avec

plus d'éléments rassurants. Dans le contexte que l'on connaît, les grands corporates cherchent de la croissance et sont à l'affût d'opportunités, pour autant qu'elles trouvent des sociétés

“Absolument. Dans la santé, il y a eu beaucoup d'activités. La dynamique est notamment portée par les fonds de Private Equity et surtout d'infrastructures, qui sont très présents. Le secteur est perçu comme contracyclique et beaucoup d'acteurs se ruent sur les beaux actifs, à tel point que sur certains segments de la santé, le Private Equity est très compétitif.”

Félix Hedde

sur des segments en croissance. Alors oui, les conditions ne sont pas réunies pour une année extraordinaire mais elle sera quand même prometteuse.

Denis Barat, Squire PB : Les conditions actuelles avantagent les corporates qui sont forts sur leurs fondamentaux financiers et stratégiques et qui ont des liquidités. C'est un moment de marché un peu particulier. Mais cela ne va durer qu'un temps car les fonds ne peuvent pas appuyer trop longtemps sur le bouton pause. Ils sont vite confrontés à des arbitrages entre performance et taux de déploiement des fonds qu'ils gèrent. Par ailleurs, la présence des corporates sur les processus d'enchères joue comme un catalyseur, qui peut inciter les fonds à payer plus à l'entrée, avec une thèse de sortie déjà écrite.

Pour ce qui est des perspectives, on sent une part de volontarisme et de méthode Coué parmi les acteurs du marché, mais l'incertitude reste forte. Il y a bien un reflux de l'inflation par rapport au pic du début de l'année

2023, mais le scénario privilégié des marchés, c'est-à-dire une baisse sensible des taux directeurs de la BCE en 2024 -et donc une baisse du coût du crédit- n'est pas partagé par tous les économistes. On y verra plus clair d'ici 3 à 4 mois, après les négociations annuelles sur les salaires et les corrections mécaniques liées à l'inflation importée. Au-delà des prévisions à court-moyen terme, il y a des tendances de fond qui vont nécessairement obérer les coûts de production et générer un certain niveau d'inflation structurelle. Je pense aux investissements que vont devoir réaliser les entreprises pour s'aligner sur un modèle plus vertueux en termes de transition écologique, mais aussi pour digitaliser leurs activités, ou injecter de l'IA dans leurs process et leurs produits. On voit aussi que l'évolution du contexte géopolitique sera déterminante. Les actions des rebelles yéménites pourraient avoir des conséquences sur les prix du fret maritime, qui ont explosé pendant le Covid, ont connu un net recul en 2023, mais pourraient repartir à la hausse si le trafic en Mer Rouge était durablement affecté. L'alternative à la Mer Rouge, c'est le Cap de Bonne Espérance ou un mix Air-Mer, ce n'est pas le même temps de transport, ni le même coût. Evidemment, tous les secteurs ne sont pas exposés dans la même mesure. Les software par exemple, c'est de l'IP et de l'humain, donc avec une moindre exposition au coût des matières premières, de l'énergie ou du transport. Les deals d'infrastructure devraient également soutenir le marché, c'est une classe d'actifs qui est plus résiliente face à l'inflation, avec des contrats qui en majorité permettent de répercuter les hausses de coûts.

Félix Hedde, AlmaViva Santé : Je rejoins l'optimisme modéré mentionné. Dans la santé, on a quand même des grands acteurs chahutés en bourse.



M&A : Peter, vous avez l'habitude d'être assez optimiste et actif sur front du M&A avec environ 8 - 10 opérations par an en moyenne. Comment imaginez-vous l'année 2024 ?

Peter Harbula, Spie : 2024 sera une année de reprise modérée. Cela dépendra aussi des secteurs. Probablement, les corporates vont continuer à avoir la maîtrise du jeu dans la première partie de l'année, avec en deuxième partie un retour progressif

des Private Equity annoncé par tous. Il y a beaucoup d'acteurs qui vont être obligés de céder, il y a ceux qui ont levé et doivent investir...ceux qui doivent lever. Bref, tout cela devrait générer un flux d'affaires. Sur les tendances, je rejoins les propos précédents, de plus en plus dans les infos mémo des cibles, des volets M&A très fournis. Ils font partie de l'equity Story. Sur le financement, j'observe que la dette pour les PE peut revenir jusqu'à 5x fois l'Ebitda. Mais les banques sont de plus en plus regardantes sur le sous-jacent.





Erwan Colder, PwC : Je suis d'accord. Nous revenons à des choses plus réalistes. Je partage cet optimisme mesuré et prudent. Nous avons eu pas mal de tempêtes différentes et les acteurs sont plus accoutumés à vivre dans un environnement plus perturbé.

Stéphane Estryn, Publicis : On revient aux fondamentaux, c'est la qualité du management. Le corollaire de cela, c'est que l'on se méfie méfiant à l'égard des sociétés qui ont connu une stratégie de Buy & Build trop rapide. On sait qu'il faut des années pour savoir si une entreprise a été correctement intégrée. Il y a beaucoup de facteurs de risques. Donc on passe du temps à évaluer la qualité du management et leur capacité à faire de la croissance et à s'intégrer chez nous.

Peter Harbula, Spie : Je suis complètement en phase avec Stéphane. Le sujet de l'intégration est fondamental. C'est un facteur de succès clé chez les bon élèves en termes de M&A.

Stéphane Estryn, Publicis : L'intégration opérationnelle dépend beaucoup de la compétence des opérationnels sur le terrain. Il n'y a pas de recette, de livre, chez Publicis, on n'a pas d'équipe post intégration mais on essaye d'impliquer les opérationnels très tôt. Ce n'est pas parce que l'on a un earn out que l'on va avoir une intégration facile. De plus en plus on essaye d'accompagner nos cibles en amont avant le closing et après pour essayer de faire en sorte que les synergies soient créées car on craint que le management parte à la fin des 2 ou 3 ans. L'intégration doit se faire à tous les niveaux pas seulement au niveau du top management. Tout cela contribue à la réussite d'une opération. Ce n'est pas le multiple en plus ou en moins.

Erwan Colder, PwC : C'est aussi ce qui nous est demandé par nos clients. Nous intervenons de plus en plus en

amont des opérations. Juste jouer le jeu du multiple ne suffit pas. Il y a une vraie réflexion sur la création de valeur à laquelle on est associé.

MdA : Chez Aon, vous connaissez une croissance exponentielle ces deux dernières années qui est liée à la croissance du marché des assurances en France et en Europe. Oléna, vous êtes optimistes sur 2024?

Oléna VLASYUK, Aon : Oui il y a de bons réflexes pris pour aider à la concrétisation des deals et l'assurance en fait partie. La croissance est là en France, même si on est encore très loin du marché allemand qui intègre largement l'assurance dans ses deals. Je suis optimiste et prudente en même temps car l'assurance transactionnelle suit la tendance du marché M&A.

Ceci dit, dans un contexte d'insécurité, notamment quand on est approché par le vendeur, ce dernier essaye d'anticiper et de sécuriser l'opération en limitant son exposition financière. De plus en plus souvent les vendeurs, en préparant les process de vente, nous approchent pour vérifier l'assurabilité des risques identifiés dans les rapports VDD. Cela permet de sortir ces sujets de la table de la négociation. Pour abonder dans le sens de ce que disaient Vincent, Erwan ou Virginie, on essaye nous aussi d'être innovant. Aujourd'hui, on essaye de trouver des solutions même sur le small cap. Ces produits ne sont plus réservés aux deals de grande taille. Parmi les évolutions, les assureurs ont aussi développé un produit innovant - l'assurance synthétique. A la différence des assurances de garantie de passif, qui couvrent des garanties données dans le SPA, les assurances synthétiques sont indépendantes du SPA et peuvent être mises en place lorsque le vendeur ne donne aucune garantie à condition d'avoir des rapports de due diligence assez complets. Dans certaines situations le vendeur ne souhaite pas ou ne peut donner d'autres garanties que les garanties fondamentales et l'assurance synthétique vient compléter

le reste. Cette solution est assez nouvelle sur le marché des assurances M&A, mais elle attire de plus en plus de clients. Au final, on est assez positif sur la croissance des assurances M&A car ces produits se démocratisent sur le marché français et sont utilisés dans tous les secteurs d'activité et sur toute taille de transactions.

Virginie Lazès, Rothschild & Co : Oui, c'est vrai que depuis 2 ans le recours à des assurances de garanties d'actif et passif s'est beaucoup développé, d'abord parce que vous les assureurs, vous les avez rendues plus simples et plus accessibles. Elles satisfont tout le monde. Même un industriel vendeur peut aussi les utiliser et donc il n'a plus rien dans ses comptes, et les acteurs du private equity en sont friands, évidemment.

Stéphane Estryn, Publicis : Oui sur le moment c'est très agréable avec la limite des risques fiscaux notamment. Et on a vu plusieurs cas qui ont marché. C'est plutôt un bon produit.

Peter Harbula, Spie : Je suis très content de voir que les risques identifiés puissent être assurés désormais; C'est une évolution très positive. L'aléa demeure mais le risque est connu...

Virginie Lazès, Rothschild & Co : ... Et quand bien même un risque connu ne serait pas assurable, utiliser une assurance pour tout le reste de la GAP, permet de circonscrire les discussions entre acheteur et vendeur à comment gérer un seul risque connu. ■