

**05**  
**MARS**  
2024



# LES RENCONTRES D'EXPERTS

**Spécial LBO**



Chez Hogan Lovells, 17 Avenue Matignon 75008 Paris

## LES SOCIÉTÉS SOUS LBO TOUJOURS

plus tournées vers la création de valeur

Dans un environnement économique moins favorable, les sociétés sous LBO n'ont jamais aussi bien performé. La valeur des actifs a en effet été multipliée par 3,21 pour le millésime des sorties 2022. Ces résultats s'expliquent par la qualité des managements de ces sociétés mais aussi par un accompagnement toujours plus large des fonds dans les projets de développement. Que ce soient pour accélérer leur croissance externe, s'internationaliser, mettre en place des politiques RSE efficaces, créer des outils de reporting, les entrepreneurs bénéficient du soutien des fonds pour doper leur croissance. Neuf professionnels aguerris du PE ont accepté de réagir à ces chiffres et aux évolutions du marché. Revue de détails.

**MdA : Malgré les crises sanitaires et la hausse de taux, l'industrie du LBO a continué sa dynamique transactionnelle principalement sur le Smid-Cap en 2023. Qu'en est-il en ce début d'année 2024 ?**

**Stéphane Hutten, Hogan Lovells :** Ce que l'on vit ces premiers mois, c'est un marché qui reste assez actif. On voit bien les statistiques affichant une baisse d'activité en valeur, mais on garde un marché dynamique avec d'une part des deals très disputés comme une série de deals de place de fin d'année 2023... et dans le même temps des deals traditionnels plus poussifs, très longs à sortir pour des raisons multiples, de current trading, de positionnement, d'inflation ou tout simplement d'écart d'attente entre les vendeurs et les acheteurs. Ce que l'on constate, non sans une certaine admiration, c'est que les fonds s'adaptent et se réinventent sans arrêt. On voit apparaître ces deals des fonds de continuation de manière un peu plus massive, des solutions un peu plus "flex", qui viennent apporter des réponses à un marché qui facialement n'est pas facile.

**Martin Naquet Radiguet, PwC :** On reste sur un rythme modéré. Si on

enlève les fonds de continuation et les deals d'infrastructure, on a un seul nouveau LBO supérieur à 1 Md€ en 2023. La bonne nouvelle, c'est qu'en 2024, on a identifié une douzaine de deals à plusieurs milliards qui sont attendus. Est-ce qu'ils vont sortir, difficile à dire. En tout cas, ils sont à l'étude. Autre observation, on n'a jamais eu autant de deals en sell side en proportion sur le segment large cap. Alors bien sûr c'est partiellement lié au fait qu'il y a moins de buy-side. Mais, j'ai aussi l'impression qu'il y a plus de confiance et d'optimisme en ce moment, du moins pour les actifs qui cochent les cases.

**Philippe Blanadet, KPMG :** Je dirais qu'il y a plus de sélectivité et de processus confidentiels avec des acteurs, pour ma part, de plus en plus spécialisés. Ce qui laisse peu de chance aux fonds généralistes. Les prises de contact et les travaux sur les actifs se font 6 mois à un an à l'avance, si ce n'est plus. Ce qui est intéressant, c'est qu'habituellement la phase de DD financière intervient plutôt en fin de processus et malgré cela, les temps d'approche sont du même ordre. On est appelés 6 mois ou 12 mois avant. Les processus sont plus exigeants de

notre côté. C'est un changement de paradigme de notre métier. Ensuite, il y a les actifs qui passent et ceux qui ne passent pas. Ceux qui ont des petites scories sont plus compliqués. Les processus sont plus longs, le travail en VDD est plus long. Le Buy Side fait désormais son grand retour. Il y a des dynamiques assez contrastées car, à l'inverse, les bons dossiers, plus rares, partent toujours aussi vite avec des valos encore très soutenues. La sélection des candidats se fait sur la qualité de leurs dossiers, de leurs préparations, de leurs conseils et tout compte. Ce niveau d'ingénierie et de sophistication nous oblige à être à la hauteur des attentes et à constamment améliorer nos outils et nos capacités d'analyse, notamment au travers de la Data Analytics et les benchmarks sectoriels (e.g. Software, ESN, B2B Telecom, ...).

**MdA : Pierre, les dossiers que vous regardez actuellement ont fait l'objet d'étude préalable très en amont comme le souligne Philippe ?**

**Pierre Decré, Parquest :** Quasiment tous les dossiers que l'on regarde aujourd'hui sont effectivement étudiés très en amont, parfois depuis plus d'un an. On appelle tous les conseils qui ont

### Martin Naquet-Radiguet

- Associé au sein de la practice Deals de PwC France qu'il a rejointe en 1997 et dont il est associé depuis 2003, Martin est responsable du Private Equity pour PwC France & Maghreb.
- Au cours des 26 dernières années, Martin Naquet-Radiguet a mené plus de 600 projets de due diligence, pour des investisseurs financiers ou industriels, côté buy-side ou sell-side. Ses clients incluent un large portefeuille de fonds d'investissement mid-cap ou large-cap (Montagu, IK, Adagia, Sagard, Motion EP, Dentressangle, Qualium, Abenex, 3i, Antin, Partners Group, etc.), ainsi que des grands groupes français (VINCI, Naval Group, Sodexo, etc.).
- Parmi les projets menés récemment par Martin figurent notamment les due diligence buy-side sur Paris Saint-Germain, Synov, Naturacare ou Adhetec, et les vendor due diligence sur IMDEV et Inldea.



travaillé dessus il y a quatre ans. Après, il y a quelques exceptions, des sujets qui arrivent de nulle part et que personne n'avait identifiés avant. Et on s'en assure sinon on ne participe pas à l'enchère. Je partage 100% de ce qui a été dit par Philippe. Les deals très premium sont étudiés depuis des mois, et même des années. Et si on n'a pas travaillé dessus en amont, cela ne sert à rien d'y aller. Cependant, même quand on a commencé très tôt nos investigations, il nous arrive d'avoir des désillusions, que certains éléments ne soient pas du tout conformes à ce qu'on nous avait dit, c'est très frustrant ! Et parfois, il y a des opérations qui partent à des prix et des leviers qu'on ne comprend pas. Mais c'est la beauté et la magie de cette matière très vivante que sont les entreprises. Il arrive de voir l'entreprise sous un certain angle qui permet de la valoriser davantage que les concurrents. Je pense que les fonds sont de plus en plus sophistiqués, de plus en plus stratégiques, et plus transformants pour les entreprises. Quand on bute sur les aspérités d'un dossier, avant

on s'arrêterait ; maintenant, on se pose la question de savoir comment ces défauts sont solvables et s'ils peuvent être compensés par d'autres leviers de création de valeur.

**“La bonne nouvelle, c'est que pour 2024, on a identifié une douzaine de deals à plusieurs milliards d'euros. Ils ne sortiront certainement pas tous mais il y a plus de confiance et d'optimisme en ce moment, du moins pour les actifs qui cochent les cases.”**

*Martin Naquet-Radiguet*

**MdA : Pierre, la transformation c'est dans l'ADN aussi d'Eurazeo, n'est-ce pas ?**

**Pierre Meignen, Eurazeo Small-Mid Buyout :** En effet, on s'intéresse à des entreprises qui vont extrêmement bien. Mais comme le dit Pierre, pour délivrer les rendements que l'on délivrait dans le passé, il faut accompagner l'entreprise à se transformer même quand elles sont très performantes de façon active et collaborative. Depuis longtemps on a mis en place des ressources en interne pour aider les entreprises à aller plus vite dans leur transformation. Chez Eurazeo, en tant que plateforme, on a une trentaine de talents qui sont spécialistes de certaines thématiques comme la RSE, le digital, l'audit interne, le financement, le juridique et la présence forte à l'international avec notamment l'accompagnement concret pour des build Up ou JV. On met cela au service de nos entreprises avec la capacité d'aller un peu plus vite sur ces sujets de transformation. Et dans le critère de sélection de leur nouvel actionnaire de la part des dirigeants, c'est vrai que d'être référencé avec un track record sur longue période d'accompagnement, cela peut jouer



### 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 figure parmi les « 50 valeurs montantes du barreau des affaires » choisies par le Magazine des Affaires, a été désigné « avocat de l'année » par plusieurs publications, et en tant que « leading individual » dans la plupart des classements dont Chambers et Legal 500. Il intervient sur de nombreux dossiers de place, et notamment récemment dans le cadre des dossiers Vulcain Ingénierie (Ardian), Efeso (Towerbrook), GSF (Towerbrook), MyMobility (Chequers), EN5 (Arkéa Capital Partenaire), Flex Composite Group (IDI), Platinum Invest / LVMH (Andera Partners), ADP/GMR, ADP/TAV, CNP Assurances/Aviva, CNP Assurances/MedVida ainsi que pour de nombreux acteurs industriels de premier plan.

favorablement dans des "auctions" ou en gré à gré. Cela nous incite aussi en tant qu'équipe d'investissement à réfléchir à comment intégrer au mieux ces ressources expertes pour créer une seule et unique équipe. On a ainsi deux operating partners totalement intégrés dans notre équipe Small Mid Buy-Out, qui permettent de coordonner ces transformations essentielles.

**MdA : Magdalena, vous vouliez réagir sur l'apport des Operating Partners ?**

**Magdalena Svensson, France Invest :** La notion d'operating partners est très importante. Chez IK Invest, nous en avons environ 15 et ils siègent parfois au board aux côtés de nos équipes d'investissement. Ce sont des profils qui peuvent poursuivre le même schéma de carrière que les investisseurs et peuvent être associés à la société de gestion. Dans notre business plan, ils sont essentiels pour créer de la valeur. On pense parfois pouvoir gagner 3 ou 4

points de marge d'Ebitda uniquement

**“On garde un marché dynamique avec d'une part des deals très disputés comme Eurofeu, Vulcain, Mr Tamp...et dans le même temps des deals traditionnels plus poussif, très longs à sortir pour des raisons multiples, de current trading, de positionnement, d'inflation ou tout simplement d'écart d'attente entre les vendeurs et les acheteurs.”**

*Stéphane Hutten*

par l'amélioration opérationnelle. Ce n'est pas anodin..

**MdA : Sur votre segment, il y a moins de concurrence mais la question de la valeur ajoutée demeure la même...**

**Edouard Vilmer, UI Investissement:** Sur le Small-cap, la concurrence reste élevée, d'autant que certains fonds Mid-Cap sont tentés de descendre en taille sur ce segment en raison de la baisse de volume de deals sur leur terrain de jeu habituel. Il faut donc savoir encore plus se différencier qu'il y a quelques années. En ce qui concerne la création de valeur et compte-tenu des taux d'intérêt actuels, réaliser une performance financière identique pour nos souscripteurs nécessite d'aller retrouver 4% de performance en plus pour compenser la hausse. Bien évidemment, la croissance externe, si elle est pertinente et source de synergies, peut être un moyen d'accélérer (en moyenne nous réalisons une croissance externe par

### Pierre Decré

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



participation), qui n'est toutefois pas forcément suffisant. Chez UI, plutôt qu'un Operating Partners, nous avons choisi de développer un écosystème autour de notre Académie UI qui rassemble notamment des partenaires conseils dédiés et des entrepreneurs. Cette Académie offre ainsi une capacité complémentaire en termes de réflexion stratégique et d'actions opérationnelles au service des entreprises de notre portefeuille. Nous avons également renforcé notre proximité métier en cherchant de la pertinence autour d'une spécialisation sur des secteurs comme la santé, l'agroalimentaire ou les services. Sur la santé, par exemple, notre équipe - qui intègre des médecins - dispose d'atouts pour répondre à l'exigence scientifique du sous-jacent. Outre cette spécialisation qui se complète par une proximité avec notre plateforme innovation source de créativité, nous avons également déployé une couverture nationale (13 implantations) qui permet d'adresser des enjeux locaux et d'être proche

des écosystèmes régionaux. Tous ces éléments aident à développer les sociétés et donc à créer de la valeur

**“Je pense que les fonds sont de plus en plus sophistiqués, de plus en plus stratégiques, et plus transformants pour les entreprises. Quand on bute sur les aspérités d'un dossier, avant on s'arrêterait ; maintenant, on se pose la question de savoir comment ces défauts sont solvables et s'ils peuvent être compensés par d'autres leviers de création de valeur.”**

*Pierre Decré*

organique dans un environnement plus complexe.

**MdA : Sur ce segment, il n'y a pas de problème de financement ?**

**Edouard Vilmer, UI Investissement:** Sur le Small-cap, beaucoup d'acteurs régionaux interviennent créant une concurrence accrue, en revanche, les problématiques de financement sont moindres, ce qui ne veut pas dire que c'est simple pour autant. Il n'y a cependant pas eu d'arrêt total contrairement au Large Cap. Aujourd'hui, pour être crédible dans la réalisation d'une opération, il est nécessaire de rassurer sur la capacité à exécuter. Aussi, le savoir-faire dans la mise à disposition d'un financement sécurisé a été un axe stratégique ces dernières années.

**Maud Bischoff, Mayer Brown :** Je confirme en effet cette orientation. Si le marché de la dette est dynamique, le temps de mise en place et recherche



### Magdalena Svensson

- Magdalena Svensson est administratrice de France Invest et responsable des études au sein de l'association. Elle est également associée, responsable de l'équipe d'investissement du fonds IK Invest dans les régions nordiques et britanniques. Elle s'appuie sur une riche expérience en investissement acquise au cours des 20 dernières années et possède une expertise pointue dans le secteur de la santé. Elle a notamment accompagné la croissance d'Unither Pharmaceuticals, Marle ou encore Formue.
- Avant de rejoindre IK, Magdalena était associée chez Keensight Capital et XAnge Private Equity. Elle a débuté sa carrière chez ABN Amro Capital et est titulaire d'un MBA de l'INSEAD à Paris, ainsi que d'un MSc en économie et droit commercial de l'Université de Göteborg.

des partenaires financiers s'est allongé. Nous sommes, à présent, interrogés par nos clients très en amont des opérations pour rédiger le(s) Term Sheet(s) du financement afin de déterminer les principaux termes des financements nécessaires. Les structures de financements bancaires se sont vu adosser des lignes PIK ou mezzanine pour venir compléter la surface requise du financement (malgré leur coût) ; ce qui a permis de compléter les besoins en dette. Les banques ont renforcé leurs conditions de financement et accordent notamment en plus des lignes de financement de croissance externe confirmées, des lignes de financement de croissance externe non confirmées afin de pouvoir prendre en compte le respect du business plan quand les opérations de croissance externes sont présentées. Le renforcement des contraintes internes des banques s'est d'ailleurs démontré dans les demandes de reportings qui se sont renforcées (annuelles, semestrielles, trimestrielles, mensuelles, etc). Pour revenir sur les propos tenus sur l'intervention des

banques régionales, il apparaît en effet que les business en région sont ancrés dans des relations de confiance de longue date avec leurs partenaires bancaires ce qui facilite le débouclage

**“Cette notion d'operating partners est très importante. Dans certains business plan, leur contribution est essentielle pour créer de la valeur qui peut atteindre 3 ou 4 points de marge d'Ebitda.”**

*Magdalena Svensson*

de financement dans des délais et conditions assez favorables.

**MdA : Pour revenir sur ce que dit Martin et la dynamique du marché. Il y a encore un an, le financement dépassait rarement 300 M€. Qu'en est il aujourd'hui ?**

**Maud Bischoff, Mayer Brown:** Sur le large cap, nous avons surtout vu des restructurations et réorganisations de l'endettement. De manière générale, et sur les deals que nous avons eu l'occasion de traiter en mid cap, 75% des dossiers étaient des dossiers de refinancement (dont recapitalisation).

**Magdalena Svensson, France Invest :** Dernièrement on sent une certaine ouverture des vannes du financement. D'ailleurs chez IK, on est en train de refinancer certaines lignes car on arrive à avoir des conditions intéressantes. Ce qui rejoint un peu ce que dit Maud.

**Pierre Decré, Parquest :** Vous arrivez à avoir des financements en fonds certains aujourd'hui ?

**Maud Bischoff, Mayer Brown :** On négocie au mieux de ce qu'il est possible d'obtenir en fonds certains quand les délais nous le permettent. Une des problématiques, cependant, comme les TS sont négociés assez en amont des opérations, est l'évolution





### Edouard Vilmer

- Édouard VILMER est Directeur Associé d'UI Investissement. Diplômé du Master 225-Finance d'Entreprise et Ingénierie Financière de l'Université Paris Dauphine, il a rejoint UI Investissement en 2013, après notamment une expérience en venture capital chez Bpifrance. Il a notamment investi dans les sociétés Elivie, Tournus Equipment, Gault & Frémont et Mésotrans.
- UI Investissement gère 1.5md€ et a la particularité d'avoir développé des expertises sectorielles (notamment santé, agroalimentaire et services) et de bénéficier de 13 implantations régionales pour optimiser la détection des projets et pour mieux accompagner les PME locales et nationales dans leur projet de développement.
- Pour accompagner concrètement les dirigeants de ses participations, UI Investissement a également développé une Académie UI ainsi qu'un programme propriétaire "Trajectoire ESG".

des current trading (qui peut bouger dans un sens moins favorable).

**Stéphane Hutten, Hogan Lovells :** Les conditions de financement actuelles peuvent favoriser certains fonds de taille significative qui descendent un peu en taille de transactions et ont, en proportion de plus grosse capacité de financement que leurs concurrents. Dans une enchère, un gros fonds mid-cap peut tuer le match en faisant une prise ferme.

**Magdalena Svensson , France Invest :** La relation avec les prêteurs est primordiale. Grâce à une forte relation, nous avons réussi un financement de plusieurs centaines de m€ en Octobre 2022, au pire moment en termes de financement. IK a désormais 5 personnes dédiées au sein du fonds plutôt que de passer par des conseils externes. La relation est essentielle et fait que l'on continue de travailler même dans les moments plus difficiles. Jusqu'il y a cinq ans, l'équipe d'investissement s'occupait des financements. Désormais le fait d'avoir une équipe dédiée apporte de

**“En ce qui concerne la création de valeur et compte tenu des taux d'intérêt actuels, réaliser une performance financière identique pour nos souscripteurs nécessite d'aller retrouver 4% de performance en plus. La croissance externe est un moyen, mais l'implication stratégique et opérationnelle des équipes et la mise à disposition d'outils dédiés offrent des opportunités complémentaires qu'il convient de mettre en œuvre pour accélérer la croissance organique.”**

*Edouard Vilmer*

la sérénité. Surtout que les deals et leur financements se sont complexifiés.

**MdA : Le financement est clé pour faire un deal, mais dans un contexte où il y a moins de deals, les fonds de private equity pensent aussi à créer de la valeur pour leurs participations, Olena, est ce que l'assurance peut être un outil de création de valeur ?**

**Olena VLASYUK, Aon :** En effet, dans le contexte actuel, certains fonds de private equity détiennent leurs participations plus longtemps qu'initialement prévu et essaient de créer de la valeur et d'optimiser les coûts par tous les moyens, notamment l'assurance. Nous avons été mandatés par plusieurs fonds de private equity pour créer de la valeur au niveau du portefeuille de participations notamment en réduisant le coût de l'assurance. Le poste "assurance" peut parfois représenter la 3ème dépense la plus importante au niveau de la participation. Pour un fonds qui détient une centaine de participations, le coût total de l'assurance peut être très significatif. Par ailleurs, certaines

### Pierre Meignen

- Pierre a rejoint Eurazeo en 2005 et compte aujourd'hui 20 ans d'expérience dans le capital investissement. Il a dirigé une dizaine d'investissements dont les opérations Evernex, Vignal Lighting Group, Odealim, SMILE, UTAC, Efeso Consulting, I-Tracing, Groupe Premium, WiiSmile et NeoXam
- Il possède une expérience significative dans l'accompagnement des entreprises à l'occasion d'opérations de croissance externe particulièrement aux Etats-Unis, en Chine, en Allemagne, aux Pays-Bas, en Italie et au Royaume-Uni et de la supervision de la fonction d'Operating Partner au sein de l'équipe Small Mid Buyout.
- Pierre dirige l'activité Small Mid Buyout depuis janvier 2024.



assurances peuvent se superposer, et d'autres peuvent présenter des lacunes (des "trous dans la raquette"). C'est ce que nous voyons le plus souvent dans les assurances D&O. Les assurances souscrites au niveau du fonds peuvent se superposer avec des assurances souscrites au niveau de chaque participation et le fait d'harmoniser la couverture permet d'optimiser le coût tout en vérifiant que tout est bien couvert. Par ailleurs, le fait de regrouper les assurances des différentes participations auprès d'un panel d'assureurs permet de faire des économies d'échelle tout en améliorant la couverture desdites participations. Enfin, comme il est moins onéreux de "prévenir que de guérir", les fonds de private equity systématisent la revue périodique de leurs participations sur le risque cyber. Cela leur permet d'identifier les participations les plus exposées et d'entreprendre des travaux de remédiation. Quant aux participations ne présentant pas de risques, elles peuvent se servir des conclusions de cette revue pour négocier leurs tarifs auprès des assureurs cyber. Beaucoup de fonds

**“En effet, on s'intéresse à des entreprises qui vont extrêmement bien. Pour délivrer les rendements que l'on délivrait dans le passé, il faut accompagner l'entreprise à se transformer même quand elles sont très performantes de façon active et collaborative. Depuis longtemps on a mis en place des ressources en interne pour aider les entreprises à aller plus vite dans leur transformation.”**

*Pierre Meignen*

mettent en place cette revue périodique après avoir subi une ou deux attaques. Généralement, ce qui est vérifié lors des audits cyber c'est le niveau de solidité du réseau, la facilité de le pénétrer ainsi que les dommages qui peuvent en

résulter. Nos techniciens IT réalisent de vrais tests d'intrusion du réseau en accord avec le management de la cible. Ensuite, on préconise ce qu'il faut mettre en place pour limiter les dégâts.

**Maud Bischoff, Mayer Brown :** Y a t'il des interventions possibles même en cours d'attaque ?

**Olena VLASYUK, Aon :** Oui cela peut arriver. Ce sont des services assez sophistiqués qui sont rendus par la plupart des assureurs fournissant la couverture cyber. Certains assureurs ont des équipes internes dédiées et d'autres font appel à des prestataires externes spécialisés.

**MdA : Est ce que les assurances M&A sont toujours autant utilisées par des fonds de private equity ?**

**Olena VLASYUK, Aon :** Dans le contexte actuel, les fonds utilisent les assurances M&A tant à l'achat qu'à la vente. Aujourd'hui, l'acheteur veut un actif parfait et ne pas rater un actif stratégique. Et quand on vend, on veut céder sans s'exposer financièrement



### Maud Bischoff

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

pour pouvoir investir les fonds immédiatement après. Pratiquement tout le monde connaît l'assurance de garantie de passif (ou l'assurance Gap), qui est un excellent outil transactionnel. A la vente, elle permet de bénéficier du clean exit et à l'achat, elle permet de se différencier dans un contexte compétitif (en plafonnant l'exposition du vendeur à 1 euro symbolique) et de bénéficier d'une sécurité financière accrue, notamment s'agissant des deals primaires. Ce qui est moins connu, c'est que les assurances M&A permettent aujourd'hui de couvrir des risques identifiés très variés, notamment des risques fiscaux complexes. Ces risques peuvent souvent être des *deal breakers*. L'assurance est donc utilisée pour débloquer des situations complexes.

Quand un risque a pu être identifié par le fonds-vendeur, il va nous contacter afin de vérifier l'assurabilité du risque en question pour éviter de négocier avec l'acquéreur une garantie spécifique ou accorder une réduction du prix. Compte tenu du faible coût

de ces assurances M&A, il sera plus intéressant pour le fonds-vendeur de payer la prime d'assurance (ou une partie de la prime) plutôt que d'accorder une garantie spécifique.

**“Sur le large cap, on a surtout des restructurations, réorganisations. Sur la quantité de deals que l'on voit, on doit bien avoir 75% de refinancement, de recapitalisation.”**

*Maud Bischoff*

Par ailleurs, nous avons noté l'appétit grandissant des assureurs pour des “nouveaux risques” qui n'étaient pas assurables il y a quelques années. L'exemple parfait est le risque lié aux “management packages”. Et oui, aujourd'hui les “management

packages” peuvent être assurés !

**Stéphane Hutten, Hogan Lovells :** L'assurance de Gap est le sens de l'histoire parce qu'il y a dix ans c'était marginal, aujourd'hui c'est devenu très répandu. Quand on regarde dans les pays du Nord, c'est quasi systématique. En France, on en est à 25%. Mais cela changera. A mon humble avis, je pense que ce qui va se déployer, c'est le vrai “staple”. C'est-à-dire que quand je suis vendeur je mets sur le marché mon “SPA” avec une vraie assurance. Il n'y a qu'à signer en bas de la page. Aujourd'hui, on a juste des indications d'intérêt, ce qui ne convient pas forcément au vendeur car il subsiste un aléa. Le jour où on met des vrais “staple financing”, le produit va s'automatiser car le coût de l'outil est assez marginal à l'échelle de la transaction. Cela évacue tout un sujet dans la négociation. Il y a des fonds à l'achat qui l'ont automatisé sur le Large Cap. En revanche. Je dois dire que les assurances sur les risques spécifiques, je les vois assez peu pour

### 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.



des raisons de temps; car on n'a pas le temps de faire le travail de fond dans un process très rythmé.

**Olena VLASYUK, Aon :** Je suis d'accord. C'est la raison pour laquelle on préconise toujours de vérifier l'assurabilité côté vendeur, très en amont, car cela laisse plus de temps. On sait que le risque existe, mais on sait également qu'il est assurable. Cela facilite pas mal les discussions entre les parties.

**Stéphane Hutten, Hogan Lovells:** Les vendeurs sont bien inspirés de traiter le problème en amont.

**Martin Naquet Radiguet, PwC :** Le marché a changé. Quand tu es vendeur, tu ne peux pas avoir ce type d'aléa. Il y a une vraie logique et une nécessité à le traiter en amont. Sinon vous prenez le risque que le deal ne sorte pas.

**MdA :** Chez Ik c'est fait systématiquement compte tenu de

l'origine noridique des fonds ?

**Magdalena Svensson, France Invest :** En Europe du Nord, oui mais

**“Nous avons noté l'appétit grandissant des assureurs pour des “nouveaux risques” qui n'étaient pas assurables il y a quelques années. L'exemple parfait est le risque lié aux “management packages”. Et oui, aujourd'hui les “management packages” peuvent être assurés !”**

*Olena Vlasyuk*

en France, ce n'est pas le cas. C'est juste pour des raisons culturelles et de niveau de risque.

**Pierre Meignen, Eurazeo Small-Mid Buyout :** Chez Eurazeo Small-Mid Buy-Out, on systématise la réflexion autour de l'assurance GAP. Après on ne le fait pas forcément. Sur nos deals, on l'a encore assez peu utilisé mais c'est le sens de l'histoire, surtout côté vendeur dans un marché où les acheteurs sont plus exigeants.

**Olena VLASYUK, Aon :** C'est surtout propre au marché français. Sur le marché UK et scandinave, quand les trois quarts des bidders arrivent avec cette solution, ceux qui ne le font pas prennent le risque de se faire éliminer assez rapidement en demandant des garanties au vendeur sans assurance.

**Stéphane Hutten, Hogan Lovells:** Il y a un renchérissement des coûts des primes aux Etats-Unis. Il y a des cabinets d'avocats qui se spécialisent sur le marché de la réclamation auprès des assurances.

**Olena VLASYUK, Aon :** La sinistralité



### Philippe Blanadet

- Philippe Blanadet est associé, Deal Advisory, Transaction Services – Télécoms, Media et Technologies (TMT) chez KPMG France
- Diplômé de l'ESSEC et du MBA de Wharton, Philippe bénéficie de plus de 15 ans d'expérience en transactions, d'abord chez Arthur Andersen puis chez Ernst and Young. Il conseille aussi bien des fonds d'investissement large et mid-cap que des groupes internationaux. Il est le responsable du secteur TMT – Télécoms, Media et Technologies – au sein de notre practice Deal Advisory. Il a eu l'occasion de conseiller plus de 60 transactions sur les 3 dernières années, notamment dans les logiciels, le paiement, les télécoms, l'hébergement, l'infogérance, les plateformes internet, les médias digitaux, les ESN/SSII et les BPO.
- Il a par ailleurs, un profil international, lui permettant d'apporter son expertise dans l'accompagnement de ses clients en France comme à l'étranger.

est aussi deux fois plus élevée. Et puis la couverture est différente, un peu plus large et il n'y a pas de minimis, ce qui permet d'éroder la franchise beaucoup plus vite. En France, il y a quand même une police sur cinq qui est activée.

**Stéphane Hutten, Hogan Lovells:** L'alternative c'est l'absence de GAP sauf dans les deals industriels.

**Pierre Decré, Parquest :** Cela fait 30 ans que je fais ce métier : il y a une époque où il y avait des GAP systématiques à l'achat comme à la vente. C'était le concept de base. La réalité, c'est que le nombre de fois où la GAP a été activée se compte sur les doigts de la main. Depuis des années, on a quasiment toujours vendu sans GAP. A l'achat, on en demande rarement pour rester compétitif. Il n'y a que sur les build-ups que c'est market practice donc même pas négocié par les vendeurs. C'est pour cela qu'on a testé plusieurs fois l'assurance de GAP

mais de mémoire jamais utilisée.

**MdA : Magdalena, on en arrive à la question de l'étude de France Invest sur la création de valeur créée**

**“Je dirais qu'il y a plus de sélectivité et de processus confidentiels avec des acteurs de plus en plus spécialisés. Ce qui laisse peu de chance aux fonds généralistes. Les prises de contact et les travaux sur les actifs se font un an à l'avance si ce n'est plus.”**

*Philippe Blanadet*

**par les participations des fonds publiée en fin d'année dernière.**

**Les résultats sont excellents et assez contre-intuitifs compte tenu de l'environnement compliqué dans lequel les sociétés ont évolué. Quels enseignements peut-on tirer de cette étude ?**

**Magdalena Svensson , France Invest :** Quand on regarde 2022, deux tiers de cette croissance de valeur tient à la croissance, 1 tiers de l'augmentation des multiples. Mais il faut voir qu'une société change chaque fois de taille. Une partie de cette appréciation de multiple provient du fait que l'on a créé quelque chose de plus grand, plus international. On crée des plateformes en faisant des builds up à des multiples significativement plus bas aussi. Sur les deux tiers de cette création de valeur (x3.2 fois) provient de la croissance. Cela se décompose en croissance organique (45%), 35% est due c'est la croissance externe, et 20% c'est l'augmentation de marge. En 2022, c'était le début de l'inflation, on a beaucoup travaillé auprès de





nos participation pour nous assurer qu'elles arrivent bien à répercuter les augmentations des coûts; En 2023, la croissance organique étaient encore assez forte, et globalement toutes les entreprises ises allaient bien en terme de croissance de top line. Toutes les sociétés allaient très bien que ce soit dans la croissance de la top line.

**Martin Naquet Radiguet, PwC :** Il y avait un effet prix aussi dans la croissance de cette top line en 2023 si bien que si on regarde la croissance organique en volume, elle n'était pas si importante que cela.

**Magdalena Svensson , France Invest:** Tout à fait. Cela dépend des secteurs même si certains ont réussi l'augmentation de la top line et des volumes tout en conservant leurs marges. Les dernières années ont été complexes en termes de sélection d'actifs. Les fonds cherchent des actifs covid proof, puis inflation et récession proof...pour s'assurer d'une croissance de/ volumes et à minima un maintien des marges.

**Pierre Decré, Parquest :** Je suis d'accord, la réalité c'est que l'effet prix sur la croissance de l'Ebitda de certaines de nos participations a été assez fort.

**Edouard Vilmer, UI Investissement:** Il ne faudra pas négliger un autre effet : l'indice mid market Argos Soditic montre une baisse de 8% des multiples au 3e trimestre, il pourrait impacter défavorablement la création de valeur.

**Magdalena Svensson , France Invest:** C'est vrai, on regarde les sociétés supérieures à 20 M€ de valorisation. Je pense qu'en 2023 comme le dit Martin, nous avons surtout sorti nos belles participations.

**Martin Naquet Radiguet, PwC :** Étant précisé que les échantillons des participations cédées ne sont pas totalement comparables puisqu'en 2023 ce sont essentiellement des sociétés "premium". La baisse est donc plus importante en réalité.

**Edouard Vilmer, UI Investissement :** Les multiples sont sans doute moins touchés pour les beaux actifs ou au moins ceux qui répondent aux critères actuels du Private Equity. En revanche, le nombre d'entreprises valorisées en dessous de 7x l'EBITDA augmente, créant ainsi une polarisation des valorisations qui va impacter nécessairement la création de valeur. L'effet multiple et un désendettement parfois moins facile constituent deux facteurs qui auront un effet sur la contribution en valeur, aussi l'enjeu de création de valeur portée par la croissance de l'Ebitda, que ce soit organique ou externe, prend plus encore d'importance.

**Martin Naquet Radiguet, PwC :** Je pense que côté investisseurs vous travaillez encore plus en amont et de façon encore plus détaillée les plans de créations de valeur.

**Magdalena Svensson , France Invest:** Pour moi, l'étude 2023 ne sera pas forcément intéressante, en revanche celle sur 2024 sera très intéressante car

on a assisté à une baisse des coûts de l'électricité, des matières premières, qui comporte une création de marge.

**Martin Naquet Radiguet, PwC :** On nous le demande déjà. Les due diligence ne peuvent pas faire l'impasse sur l'impact de l'inflation et d'un éventuel effet d'aubaine en 2023.

**Maud Bischoff, Mayer Brown:** Pour revenir sur les Build-Up et la nécessité de créer de la valeur, ce que l'on a également vu ce sont des build up transformants qui permettent parfois de doubler de taille d'EBITDA et transformer une société en profondeur (en particulier, à l'international).

**Stéphane Hutten, Hogan Lovells :** Il y a un effet multiple moindre en effet.

**Magdalena Svensson , France Invest :** Nos sociétés ont été nombreuses à surperformer leur Business plan en 2023 mais une partie non négligeable de cette surperformance est liée à l'effet prix plutôt qu'à l'effet volume. La création de valeur par la croissance risque d'être plus challengé en 2024.

**Edouard Vilmer, UI Investissement :** Je suis en phase. Nous voyons bien que dans les process en cours, les budgets 2024 ne sont pas simples à appréhender ou à analyser en termes de pérennité.

**Pierre Decré, Parquest :** Sur le deal flow il y a quand même un effet stock. Pendant les belles années récentes tout le monde est sorti au bout de trois ans et non cinq ans. Et les dossiers plus récents sortiront eux plutôt au bout de 5 ans. Par ailleurs, il y a une partie des beaux actifs qui ne sont pas mis sur le marché et qui partent en fonds de continuation. Au bout du compte, tout cela a contribué à un assèchement de la matière en 2023 et début 2024.

**Edouard Vilmer, UI Investissement :** Je partage cette analyse, la baisse de 8% des valorisations en valeur sur T3 2023 ne concerne que les cessions, ce chiffre



est donc potentiellement sous-estimé. Il faut par ailleurs souligner que - malgré ce contexte - les souscripteurs n'ont pas revu à la baisse leurs attentes en termes de performance. Par ailleurs, les sociétés de gestion, parfois confrontées à un ralentissement des levées de fonds, cherchent des alternatives, en conservant par exemple leurs actifs plus de cinq ans ou créant des fonds de continuation. Cette approche répond aussi au sentiment de frustration qui

peut exister lorsqu'une sortie serait conditionnée par le facteur temps alors qu'une entreprise a encore de la valeur à créer. La question qui se pose est de conserver un investissement pour créer davantage de valeur tout en répondant aux attentes des souscripteurs.

**MdA : On parle de création financière mesurée par France Invest et c'est un outil essentiel. Dans cette étude ne figure pas de chiffres sur la création**







de valeur extra financière. Chez Eurazeo, vous êtes pionnier de ces sujets et avez des résultats palpables. N'est ce pas Pierre ?

**Pierre Meignen, Eurazeo Small-Mid Buyout:** Depuis quelques années, on oriente nos actions sur la trajectoire de décarbonation, on accompagne nos sociétés et on les aide à réaliser leurs objectifs ambitieux de décarbonation. On fait un reporting régulier et on suit les améliorations de leur empreinte. Après sur la création de valeur, c'est difficile de chiffrer le travail réalisé; lorsque vous avez bien travaillé sur l'empreinte, la gouvernance, cela fait partie des paramètres qui constituent les ingrédients d'une bonne valorisation à la sortie.

**MdA :** Il y a aussi des économies de coût, des impacts évités qui permettent d'économiser plusieurs millions d'euros notamment quand

vous réduisez l'absentéisme par exemple?

**Pierre Meignen, Eurazeo Small-Mid Buyout:** Sur l'absentéisme, effectivement diminuer le coût d'un turn over a un impact économique parfois non négligeable. Le fait d'avoir une démarche RSE impulsée par le dirigeant permet de se projeter et d'améliorer l'ensemble de la société. Les salariés sont plus considérés, le partage de création de valeur est également un élément de fidélisation qui contribue à la stabilité. C'est assez difficile à mesurer précisément mais la conscience ESG a un impact sur la durée, c'est incontestable.

**Pierre Decré, Parquest :** On parle de création de valeur "ESG" à la sortie. Je suis convaincu qu'elle existe mais elle est compliquée à évaluer. Ce que je constate aussi, c'est le prisme "ESG" à l'entrée. Aujourd'hui, et c'est assez

nouveau, on voit des comités ESG qui ont un droit de véto. Et on voit pas mal de sociétés qui ne trouvent pas de repreneurs car évoluant dans des secteurs ayant un impact carbone trop élevé. En tant qu'investisseur, il ne faut pas se tromper sur les actifs sélectionnés sinon les conséquences peuvent être très lourdes si on reste collés avec des actifs échoués.

**Maud Bischoff, Mayer Brown :** Sur tous les segments, c'était un nice to have, c'est devenu un must have. Les comités de crédit l'ont dans leur grille de lecture. Et les conditions de financement sont clairement impactées à la hausse ou à la baisse en fonction du respect ou non des critères ESG.

**Philippe Blanadet, KPMG:** Cette vague ESG et CSRD, c'est un big bang qui arrive et qui va transformer la façon de travailler. On va nécessairement se prononcer sur des

indicateurs qui sont réalisés par des acteurs externes indépendants. Cela va inciter à développer les Benchmarks. Les due diligences, Buyside ou sell-side, vont devoir évoluer pour intégrer ces paramètres dans la qualité des fonctions finance, l'impact sur la rentabilité normative et les enjeux de dette nette / capex.

**Magdalena Svensson , France Invest:** Chez IK Invest nous avons déjà plusieurs personnes dédiées à l'ESG. C'est devenu essentiel pour correctement adresser les sujets ESG au sein de notre portefeuille.

**Stéphane Hutten, Hogan Lovells:** Avec le risque d'un effet bulle ou engouement quand une société satisfait tous ces critères d'investissement... On l'a vu récemment car certains fonds d'impact ont finalement une deal list assez réduite.

**Edouard Vilmer, UI Investissement:** Je suis d'accord avec cette analyse, les PME, très sensibilisées sur l'ESG, ont dans l'ensemble une forte envie de s'améliorer, mais ne savent pas forcément comment s'y prendre. Les sociétés d'investissement ont d'autant plus un rôle important à jouer pour aider les dirigeants à réaliser leurs ambitions dans ce domaine. UI Investissement a ainsi créé un programme de développement "Trajectoire ESG" qui a été certifié par Bureau Veritas pour en garantir la bonne application et son objectivité. Il permet d'accompagner la stratégie ESG de l'entreprise et de mesurer la progression sur 4 axes et 27 indicateurs tout au long de la vie de la participation. Il est un outil important pour convaincre les dirigeants que la prise en compte des problématiques ESG est un sujet opérationnel et adapté à toutes les activités.

**Magdalena Svensson , France Invest:** Si il y a un acteur qui peut faire un benchmark, c'est France Invest. Nous avons un groupe de travail, et j'encourage les fonds à utiliser les



mêmes indicateurs car ce n'est pas toujours évident de s'y retrouver. L'harmonisation pourrait vraiment aider et je crois que France Invest a un rôle à jouer. La collecte de données confidentielles devrait permettre de créer un benchmark et nous faire gagner en efficacité.

**Martin Naquet Radiguet, PwC:** Dans le contexte actuel, tout est axé création de valeur. Pour identifier au mieux les gisements de création, il faut avoir fait ce travail. Sinon comment savoir par exemple que l'on souhaite gagner 4 points de marge grâce à de l'efficacité opérationnelle en production ?

**MdA :** On a vu à quel point les critères RSE imprègnent désormais la vie des fonds et de leurs participations. Et tant mieux. Un autre sujet du moment, est la concentration des acteurs dans le non coté. C'est sans doute le sens de l'histoire. Qu'en pensez vous?

**Magdalena Svensson , France Invest :** la consolidation de notre métier est inévitable afin de créer des acteurs de poids. On manque encore de fonds de grande taille si on compare à nos homologues scandinaves, le

suédois EQT vient de lever 24 Md\$! Rappelons que la Suède est un pays d'à peine 10 millions d'habitants. Pour des raisons politiques, nous n'avons pas pris le virage des fonds de pension. Résultat, nous n'avons pas assez de capitaux à investir. Notre seule façon c'est de constituer des acteurs par la concentration. Le manque de grands fonds, nous prive de la manne financière des grands LPs et Endowments, qui prennent des gros tickets d'au minimum 100 M€. Je pense qu'il faut constituer des fonds d'une certaine taille pour pouvoir continuer à suivre nos participations dans leur croissance. A défaut, nous devons laisser des fonds étrangers accompagner la croissance de nos ETI. Et ce n'est pas au détriment de petits acteurs que cette concentration s'opère car chaque année il y a de nouveaux acteurs qui se créent. Notre métier se crée par le bas mais on a besoin d'exister sur toutes les tailles pour garder notre souveraineté. Aussi, on parle de réindustrialiser la France, je pense que cela passe aussi par l'augmentation de taille des fonds privés afin que nous puissions contribuer au financement encore plus à l'avenir. ■