

CFnews magazine

Le magazine du corporate finance. Juillet / août 2014 - N°3

LBO

Du neuf avec
du vieux

Secteur

Informatique :
le M&A
se connecte

Managers

Le management
package
s'adapte

Région

Rhône-Alpes
voit loin

Dossier

Cliniques privées : un parcours de santé ?



Idinvest Partners

soutient la croissance de plus de
3000 entreprises européennes.

Depuis plus
de 15 ans.

idinvest
PARTNERS

www.idinvest.com



6

© Markov - iwan gusev - Fotolia.com



26

© iko / © Brad Pict - Fotolia.com



36

© Frédéric Prochasson - Fotolia.com

Sommaire

CFNEWS MAGAZINE. JUILLET / AOUT 2014

- 5
→
Edito
PDF
↓

La finance, l'amie du M&A
- 6
→
Secteur
PDF
↓

Informatique :
le M&A se connecte
- 16
→
LBO
PDF
↓

Du neuf avec du vieux
- 26
→
Dossier
PDF
↓

Cliniques privées :
un parcours de santé ?
- 36
→
Région
PDF
↓

Rhône-Alpes voit loin
- 46
→
Managers
PDF
↓

Le management package
s'adapte
- 52
→
Grands Prix CFNEWS

Retrouvez les six lauréats
de l'édition 2014

LE MAGAZINE DIGITAL DE CFNEWS - N°3 - Juillet / août 2014
 Disponible sur le site web www.cfnews.net
Société éditrice : CORPORATE FINANCE NEWS, SAS
 au capital de 59 200 Euros
Siège Social : 36, rue Scheffer, c/o ABC+, à Paris 16^{ème} (France),
 Immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris
 sous le numéro 500 442 652
Actionnaires principaux : Agathe ZILBER / Pierre SIDEM / Circeo SARL.
Directrice de la publication : Agathe ZILBER : agathe.zilber@cfnews.net
Rédaction : redaction@cfnews.net
Abonnement-Publicité : Anne DAUBA : anne.dauba@cfnews.net
Direction artistique : Jean BOURGOIN
Ont participé à ce numéro : Luc BONTEMPS, Eléonore DE REYNAL,
 Anne JOLY, Caroline LESAGE, Baptiste RUBAT DU MERAC.
Hébergeur : SMILE S.A., 48 rue de Villiers, 92300 Levallois, France.

© Tous droits réservés CFNEWS 2013-2014
 Crédit couverture : Brad Pict - Fotolia.com. Reproduction interdite sauf accord préalable. Ce document et les textes, visuels ou données qu'il contient n'entraîne aucun abandon ou transfert de propriété intellectuelle de la part de CFNEWS et ne donne naissance à aucun droit ou tolérance sur les conditions générales d'utilisation du site CFNEWS.net. Les marques et logos figurant sur ce site sont déposés et ne doivent pas être utilisés à des fins publicitaires sans le consentement écrit préalable du propriétaire de la marque. Toute reproduction du contenu de ce site, totale ou partielle, tant en France qu'à l'étranger, est rigoureusement interdite, compte tenu des dispositions légales en vigueur relatives à la propriété intellectuelle et artistique, sauf accord préalable exprès de CFNEWS.

© Tous droits réservés CFNEWS 2013-2014



Financer les champions de demain

- Un groupe **indépendant** avec plus de **35 ans d'expérience** dans le financement en fonds propres
- Plus de **1 milliard d'euros** de capitaux sous gestion
- Un **accompagnement des entreprises** dans leurs projets de développement en France et à l'international
- Des **implantations** en France et en Europe du Sud servant une stratégie plurirégionale et internationale
- Un investisseur en fonds propres **socialement responsable**
- La force du réseau **Club Siparex** (actionnaires, investisseurs et entrepreneurs) qui offre appuis et conseils

ACTM TES

MIDMARKET

REGIONAL

INNOVATION

La finance, l'amie du M&A

High hield, dette privée, IPO... ce premier semestre la finance s'est invitée à la table de toutes les négociations. Pas un deal ou presque de LBO ou de M&A, sans passer par du refinancement, de l'émission obligataire, voire une introduction en Bourse comme pour Altice ou récemment Elix. Les conditions attractives liées à l'afflux de liquidités ont permis l'utilisation de ces outils sans modération. Un carton plein permettant de soutenir un marché encore poussif en terme de deals surtout primaires (lire p.16). Une adaptation à laquelle se livrent aussi les dirigeants qui, touchés par la crise et un durcissement de la fiscalité, n'en restent pas moins attachés à leur société (lire p. 46).

Dans un contexte de croissance faible, la consolidation est plus que jamais à l'ordre du jour. Certains secteurs comme la santé privée se sont illustrés cette année, avec en l'occurrence, dans les cliniques, l'OPA sur Générale de Santé par Ramsay ou la fusion Médipôle/Médi-Partenaires et les build-up se poursuivent (lire p. 26). Autre secteur lourd alimentant les fusions, l'informatique. Internationalisation, basculement vers le Saas, les enjeux sont nombreux. Et sans enveloppe financière conséquente pour se développer seuls, les éditeurs finissent par



Photo : Anca Parouche - AnkaLab

être croqués, notamment par les poids lourds américains, comme Neolane par Adobe, mais d'autres à l'instar de l'indien Tata acheteur d'Alti pointent leur nez. Dans les SSII, les mariages en cours Steria/Sopra et Bull/Atos établiraient de nouveaux records (lire p. 6).

Pour ce troisième numéro du magazine digital, CFNEWS s'intéresse aussi à la deuxième région de France, Rhône-Alpes. Avec plus de 200 opérations annuelles et un écosystème d'investisseurs bien implantés, elle s'emploie à réussir son internationalisation (lire p. 36). ■



© Markov - Ivan Gusev - Fotolia.com

Informatique : le M&A se connecte

Steria/Sopra, Atos/Bull... les mariages chez les SSII, et dans une moindre mesure les éditeurs de logiciels, atteignent des niveaux records et s'internationalisent. Une tendance lourde. _____ **PAR BAPTISTE RUBAT DU MÉRAC**

Dans le secteur informatique en France, ce printemps rime avec mouvement de consolidation géant. Les rapprochements annoncés de Steria (1,75 Md€ de chiffre d'affaires en 2013) et Sopra, puis, à moins de sept semaines d'écart, de Bull (1,26 Md€) et

Atos, représenteraient, s'ils se concrétisaient, les deux plus gros deals du secteur depuis le rachat de Sema / Schlumberger par Atos en 2003. Pourtant, avant même ces opérations spectaculaires, la tendance à l'augmentation des fusions-acquisitions était déjà à l'œuvre depuis plus d'un an. « La fameuse consoli-

dation du secteur, ça fait vingt ans qu'on en parle, mais cette fois, elle a vraiment commencé. Si l'on devait fixer un point de départ, ce serait la cession d'Euriware par Areva à CapGemini en octobre dernier», estime Pierre-Yves

« La fameuse consolidation du secteur a vraiment commencé »

Pierre-Yves Dargaud,
président
AP Management.

Dargaud, président de la banque d'affaires AP Management qui publie chaque année un baromètre des fusac dans le secteur NTIC. Alors que 2014 va d'ores et déjà battre tous les records en la matière, elle suit une année 2013 faisant déjà office de meilleur cru depuis six ans. Outre Euriware (288 M€ de revenus), deux grosses SSII - ou Entreprises de Services Numériques (ESN) selon la nouvelle appellation du Syntec - avaient changé de main. Osiatis (309 M€) rejoignait ainsi le belge Econocom, et Alti (126 M€) l'indien Tata. Même constat chez les éditeurs de logiciels, avec un marché animé par la cession de HR Access à Sopra et de Neolane à Adobe. Deux opérations à classer parmi les plus importantes des quatre dernières années. Et cette tendance aux rapprochements ne se limite pas au sommet de la pyramide. Le nombre de cessions d'éditeurs français a ainsi progressé d'un tiers, à 56, pour un total de 433 M€ de chiffre d'affaires (+ 45 %), selon AP Management.



Photo : DR

Un marché IT sans croissance

Plusieurs facteurs expliquent cette dynamique nouvelle. Si les situations apparaissent très variées selon les acteurs, la faible croissance du marché informatique français (logiciels, services et conseils), attendue à 1 % par le Syntec numérique en 2014 après une stagnation (- 0,3 %) en 2013, pousse à la croissance

TOP 5 DES FUSIONS-ACQUISITIONS DE SSII

Source : CFNEWS / AP Management.

Cible	Acquéreur	Chiffre d'affaires cible
Steria	Sopra	1,75 Md€
Bull	Atos	1,26 Md€
Osiatis	Econocom	309 M€
Euriware	Cap Gemini	288 M€
Alti	Tata	126 M€

Depuis le 1^{er} janvier 2013 en France

LES AMÉRICAINS ACHÈTENT LES PÉPITES DU LOGICIEL

« La forte compétence technologique française, une fois mûre, attire les grands acteurs américains car elle complète bien leur savoir-faire marketing et commercial », selon David Salabi, directeur associé de Financière Cambon, conseil d'Addstones dans sa cession à Gfi Informatique ou de Camelon Software racheté par l'américain Pros. Neolane, valorisé par Adobe autour de 460 M€, a également traversé l'Atlantique, tout comme plusieurs pépites ces derniers mois. Et notamment des jeunes entreprises comme Mesagraph (Twitter), Sparrow (Google), Captain (Microsoft) ou Alenty (AppNexus). « Les groupes américains disposent d'importantes réserves de cash à l'étranger et ont un intérêt fiscal à y faire des acquisitions », explique Bernard-Louis Roques, en référence à la stratégie d'entreprises états-uniennes consistant à ne pas rapatrier les bénéfices réalisés à l'étranger, afin d'échapper à une imposition relativement forte, et à utiliser ces fonds pour des rachats en Europe. Un autre pays, l'Inde, se fait plus présent mais dans le domaine des services. Après les Etats-Unis, qui furent longtemps leur terrain de jeu, les SSII indiennes se tournent vers l'Europe. En France, n'ayant pas rencontré un grand succès dans leurs efforts pour gagner des grands comptes, elles semblent faire le choix de s'implanter via des acquisitions. Celle d'Alti par Tata pourrait être le début d'un mouvement...



Photo : DR

David Salabi, directeur associé de Financière Cambon.

externe d'une part et fragilise beaucoup d'entre eux d'autre part. Des opérations de retournement de taille ont en tout cas eu lieu depuis un an et demi, aussi bien dans les services (Overlap repris par ITS Group), que chez les éditeurs (Atari, STS Group ou encore ASP 64). Sans atteindre ces extrémités, nombre d'entreprises IT rencontrent des difficultés liées au manque de financement. « Avec la baisse des collectes des FCPI, qui investissent en général entre 20 et 30 % dans le logiciel, beaucoup d'acteurs français ne trouvent pas les ressources nécessaires et n'ont donc pas d'autres choix que de se vendre », regrette Bernard-Louis Roques, associé de Truffle Capital.

Or le modèle traditionnel des éditeurs évolue rapidement vers le SaaS, la location de logiciels héber-

The European Growth Investment Bank

BRYAN, GARNIER & CO

LONDON • PARIS • GENEVA • NEW YORK

Industry Focus

An exclusive focus on the growth sectors of the economy, with deep expertise and networks in TMT, Healthcare, Renewables, Consumer Goods and Business Services.

Thought Leadership

17 year old partnership, anchored by seasoned bankers, research analysts, institutional sales and traders, with strong execution track record.

Selected recently led Disposals

airial
a subsidiary of
REALDOLMEN
Has been acquired by
gfi
June 2014
Sole Financial Advisor to the Sellers

LOCATEL
HOSPITALITY IT SOLUTIONS
Acquisition by
HOIST
TECHNOLOGY
Undisclosed
April 2014
Sole Fin. Advisor to the Shareholders

alti
Has been acquired by
TATA
TATA CONSULTANCY SERVICES
€ 75 000 000
July 2013
Sole Financial Advisor to the Shareholders

Sogelink
Has been acquired by
EMERIC CAPITAL MANAGEMENT
LBO Partners
through a Leveraged Buy Out which provides liquidity to
Initiative Finance
Undisclosed
April 2013
Sole Financial Advisor to the Shareholders

Selected recently led public M&A and Take Privates

Systar
MANAGE WITH VISION
(NYSE Euronext : SARF)
Takeover by
axway
(NYSE Euronext : AXW.PA)
€ 52 300 000
June 2014
Sole Advisor to Axway

PROS.
Tender offer bid on
cameleon
software
€ 30 000 000
November 2013
Sole Advisor to PROS Holdings

metrologic
group
Public to Private
THE CARLYLE GROUP
€ 152 000 000
July 2012
Sole Advisor to Carlyle Group

LeGuide.com
Takeover by
Lagardère
€ 100 000 000
June 2012
Sole Advisor to LeGuide.com

Selected recently led IPOs

ASK
Initial Public Offering
€ 22 000 000
June 2014
Global Coordinator
Lead Manager & Bookrunner

GENOMIC VISION
Initial Public Offering
€ 26 400 000
April 2014
Joint Lead Manager & Bookrunner

McPhy
energy
Initial Public Offering
€ 32 000 000
March 2014
Global Coordinator
Lead Manager & Bookrunner

OLDR
a passion for innovation
IPO NASDAQ
\$ 86 000 000
October 2013
Joint Bookrunner

Bryan, Garnier & Co is an international growth focused independent investment bank with operations in London, Paris, Geneva, New York and New Delhi.

Bryan, Garnier & Co provides equity research, sales & trading, private and public capital raising and M&A services to growth companies and their investors.

Bryan, Garnier & Co is a fully registered broker dealer authorized by the FCA in Europe, FINRA in the USA and is a member of the LSE and NYSE Euronext.

gés et accessibles en ligne, ce qui a des conséquences sur les besoins de financement. Si les revenus deviennent récurrents, ils s'étalent dans le temps contrairement à la vente immédiate de licences. « Le basculement du modèle vers le SaaS nécessite un changement en profondeur de l'organisation de la société, sur le plan commercial, financier, comme de la R&D. Il faut avoir des reins solides pour réussir ce virage », explique Laurent Foata, responsable de l'activité Ardian Croissance, récent investisseur dans Ikoula et Neotys. Une transformation qui se fait souvent au prix d'un recul du chiffre d'affaires et du résultat. La marge nette des cent plus



« *Le basculement du modèle vers le SaaS nécessite des reins solides* »

Laurent Foata, responsable de l'activité Ardian Croissance.

gros éditeurs français a ainsi baissé à 6,4 % en 2013, selon le baromètre Truffle 100, contre 10 et 8 % en 2011 et 2012. Sur un marché du logiciel hexagonal très émietté et comptant peu de poids lourds hormis Dassault Systèmes, les éditeurs se vendent très majoritairement à des compatriotes. Mais les acquéreurs étrangers se font plus présents, venant notamment d'outre-Atlantique (lire encadré p. 8).

La puissance financière de ces leaders s'accompagne d'une domination de marché difficilement contournable. « Dans le logiciel, les jeux sont faits avec quelques géants mondiaux bien établis, américains pour la plupart et allemands (SAP). Pour beaucoup d'éditeurs français qui ne sont pas parvenus à se développer de façon significative à l'international, l'objectif est de monter le plus haut possible en chiffre d'affaires, une mission ardue dans le cadre de leur transition vers le modèle SaaS, en espérant se faire racheter par l'un des grands acteurs étrangers », assure Pierre-Yves Dargaud dont la boutique a conseillé Artemys dans sa cession au Permis Informatique ou encore Cereza Conseil à Talan.

TOP 5 DES FUSIONS-ACQUISITIONS D'ÉDITEURS DE LOGICIELS

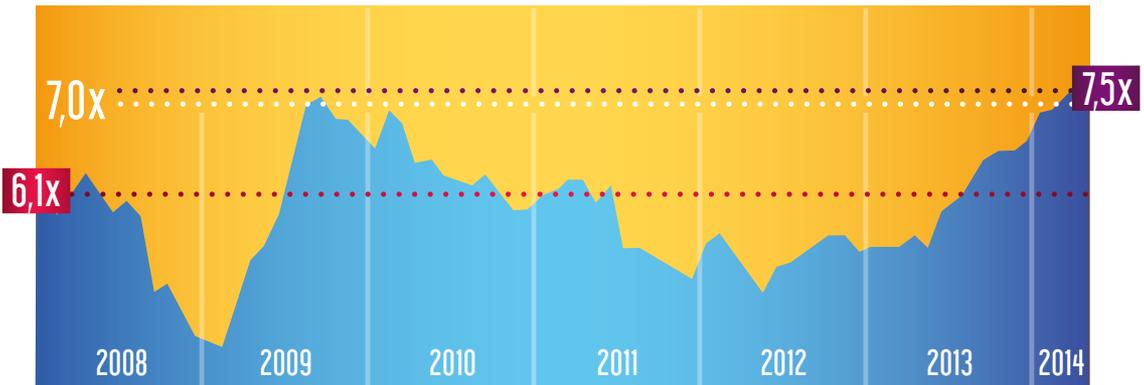
Source : CFNEWS / AP Management.

Cible	Acquéreur	Chiffre d'affaires cible
HR ACESS	SOPRA	85 M€
NEOLANE	ADOBE	44 M€
ATARI	FRÉDÉRIC CHESNAIS, ALDEN	40 M€
STS GROUP	CECURITY.COM	25 M€
SYSTAR	AXWAY	19 M€

Depuis le 1^{er} janvier 2013 en France

VALORISATION DE 40 SSII COTÉES EN FRANCE.

Source : Financière Cambon



Le SaaS, un tremplin vers l'export

Si la cession à un groupe mondial est une solution évidente pour internationaliser son activité, les éditeurs français le font aussi grâce au SaaS, qui leur ouvre facilement des marchés étrangers. Y compris les jeunes pousses dont beaucoup adoptent ce modèle dès leur création. « Il y a un vrai appétit à se tourner rapidement vers l'international. Avec le SaaS, qui permet d'internationaliser plus vite et en prenant moins de risques, plus besoin de faire 15 à 20 M€ de chiffre d'affaires ni d'embaucher une armée de commerciaux pour attaquer l'export », explique Laurent Foata. Pour un éditeur traditionnel se lançant en même temps sur ce nouveau modèle et dans l'exportation, le coup de rein à fournir peut malgré tout être violent et le fragiliser. Chez les ESN, c'est le *cloud*

qui modifie la donne. « C'est une rupture tectonique car avec l'essor de l'informatique 'déportée' il devient moins utile de 'louer' des informaticiens en régie pour des missions ponctuelles. Le métier prend une dimension plus industrielle qui force les sociétés de services informatiques à s'adapter », analyse Virginie Lazès, *managing director* chez Bryan Garnier, qui a accompagné notamment la cession de l'intégrateur Alti à l'indien Tata. Pour se positionner dans cette ère d'industrialisation, les SSII doivent investir et atteindre une taille critique à même de rassurer leurs clients. Une nécessité qui explique largement les rapprochements actuels, aussi bien chez les mastodontes du secteur que parmi les acteurs plus petits craignant d'être déréférencés. « Face à des donneurs d'ordre eux-mêmes de plus en plus gros, la question de la solidité et de la taille des prestataires, qui cherchent de



Photo : DR

« Les SSII veulent de plus en plus acquérir des technologies logicielles, qui seront hébergées dans le cloud »

Virginie Lazès, managing director chez Bryan Garnier.

TOP 5 DES BANQUES D’AFFAIRES DANS L’INFORMATIQUE EN 2013 (nombre d’opérations) Source : CFNEWS

AP MANAGEMENT	5
KPMG CORPORATE FINANCE	5
FINANCIÈRE CAMBON	4
BRYAN GARNIER	4
AERTUS FINANCE	4

Hors cibles de moins d’1 M€ de chiffre d’affaires

leur côté à élargir leur expertise dans des domaines très spécialisés comme le *big data*, devient cruciale », observe Etienne Demailly, directeur associé chez Financière de Courcelles, conseil des cédants dans l’opération Systar / Axway.

Des valorisations orientées à la hausse

Le dynamisme du marché des fusac dans l’informatique s’accompagne d’une remontée des valorisations, au moins dans le secteur du service. « Après un cycle de cinq ans de 2008 à 2012 marqué par des multiples relativement faibles, nous sommes entrés dans une phase plus attractive avec des SSII valorisées plus de 7 fois l’Ebit », selon David Salabi (voir le graphique page 11). Dans le logiciel, l’amélioration des valorisations ne semble pas aussi nette. « Le marché français n’applique pas les mêmes multiples que ce qu’on trouve aux Etats-Unis, regrette Bernard-Louis Roques. Mais nous sentons davantage d’intérêt et il est possible qu’une vague positive arrive d’ici la fin de l’année. »

Autre mouvement de fond expliquant l’augmentation des rapprochements dans les NTIC, la porosité grandissante entre les métiers d’éditeur et de fournisseur de services. Une tendance

Découvrez les extractions sur mesure !

Vous pouvez télécharger jusqu'à 1 000 fiches de nos bases de données en définissant vos propres critères de sélection*

**domaine d'activité, type d'opérations, montant, chiffre d'affaires, région, pays...*



CFnews
Corporate Finance News

Rendez-vous sur <https:bdd.cfnews.net>





« Les groupes américains ont un intérêt fiscal à faire des acquisitions à l'étranger. »

Bernard-Louis Roques,
associé de Truffle Capital.

renforcée par l'essor du *cloud* et du SaaS et qui pousse des ESN à se doter de compétences dans le logiciel. C'est la stratégie par exemple de l'intégrateur Visiativ, entré en Bourse il y a quelques semaines. « Les SSII veulent de plus en plus acquérir des technologies logicielles, qu'elles peuvent ensuite vendre dans des solutions prépackagées et hébergées dans le *cloud*. Cela va dans le sens d'une plus grande automatisation des services », indique Virginie Lazès.

D'autres acteurs, plus importants, ont fait depuis longtemps ce choix de double positionnement, à l'image de Gfi Informatique et de Sopra. Ce dernier se montre particulièrement offensif puisque avec Steria et HR Access il a réalisé les deux plus grosses acquisitions dans le service et dans l'édition. À noter que le groupe d'Annecy avait cependant décidé de faire sortir de son périmètre Axway, désormais

coté. « La frontière entre SSII et éditeurs devient de plus en plus floue car les sociétés de services cherchent à racheter de la propriété intellectuelle et des technologies. Cap Gemini le fait depuis longtemps et s'est encore renforcé en rachetant Prosodie, lui-même pro-

priétaire de Backelite », rappelle Francis Lorentz, ancien président de Bull et associé de la banque d'affaires LD&A Jupiter, récent conseil du manager dans le MBO de Smile.

Si 2014 sera sans nul doute une année historique en taille d'opérations de fusac, un autre moteur alimentera les suivantes. Celui de la pyramide des âges. De nombreux patrons, à l'image de Pierre Pasquier de Sopra, bientôt 79 ans, ont en effet créé leur affaire il y a plus de trente ans. Et beaucoup vont chercher à la transmettre. Avec cette autre tendance lourde, le M&A dans l'informatique n'est pas près de s'essouffler. ■

À LIRE AUSSI SUR CFNEWS EN LIGNE

➔ [Bilan capital-risque 2013](#)

➔ [Que pèsent les VCs étrangers en France ?](#)

ARDIAN CROISSANCE UN ACTEUR DE RÉFÉRENCE DANS L'ACCOMPAGNEMENT DES PME À FORTE CROISSANCE

Exemples de sociétés accompagnées



Ardian Croissance accompagne les entrepreneurs dans le développement organique ou externe de leur société ainsi que dans leurs ambitions à l'international en réalisant des investissements allant jusqu'à 10M€. Accélérateur de croissance, l'équipe capitalise sur un savoir-faire de 15 années d'expérience et plus d'une centaine d'investissements réalisés en capital développement et transmission dans les PME.

L'activité Ardian Croissance s'inscrit dans la dynamique d'Ardian, société d'investissement privée et indépendante de premier plan qui gère et/ou conseille 47 milliards de dollars d'actifs.

plus d'informations sur www.ardian-investment.com



ARDIAN

Excellence, Esprit d'entreprise, Loyauté.



Du neuf avec du vieux

Profitant du boom du high yield et de l'émergence de la dette privée, les GPs refinancent leurs participations.

LUC BONTEMPS

Le rebond d'activité espéré par les professionnels du buyout en ce début d'année ne s'est pas concrétisé. Selon les statistiques semestrielles de CFNEWS, le nombre d'opérations reste quasi stable, avec notamment quinze dossiers supérieurs à 100 M€, contre une douzaine sur les six premiers mois de l'année 2013 (voir lien p. 24). « Ce premier semestre peut laisser un sentiment de frustration. En début d'année, au

regard de l'annonce de certaines opérations d'envergure, on pouvait croire à une reprise », note Raphaël Richard, associé de White & Case. En effet, parmi les candidats à une reprise, d'aucuns sont restés coincés dans le pipeline, à l'instar de Labco, d'autres ont joué de malchance, comme Onduline, dont la présence en Russie soulève des doutes sur fond de crise ukrainienne, et certains se sont fait ravir par des industriels, comme

« Les financements bancaires “cove-lite” se développent. »

Raphaël Richard, associé de White & Case.

Diana, passé dans le giron de l'allemand Symrise, quand ils n'ont pas opté pour une sortie partielle en Bourse, à l'instar d'Elior, après plusieurs tentatives de cession. Le small et lower mid-cap ne font pas exception. « Le deal flow des LBO primaires est quasiment asséché et celui des LBO secondaires ou ultérieurs n'est pas très fourni actuellement. Dans ces conditions, les fonds de private equity préfèrent conserver leurs participations existantes en portefeuille », relate Annie-Laure Servel, directeur chez Crédit Agricole CIB, qui a récemment coordonné le refinancement de Françoise Saget-Linvosges aux côtés de Banque Palatine. Pour autant, les sponsors ne restent pas inactifs, et s'avèrent même très affairés à soigner leurs lignes existantes en procédant à des opérations de refinancement (voir tableau p. 20). Et pour cause, les conditions ont rarement été aussi favorables.

Niveau record de high yield

Sur fond de désintermédiation bancaire, l'industrie du buyout connaît en effet un fort afflux de liquidité. Sur le mid et large cap, celui-ci est largement alimenté par le boom du marché high



Photo DR

yield européen, dont les émissions devraient atteindre le niveau record de 110 Md€ en 2014, effaçant celui de 70 Md€ établi en 2013, selon une étude de Crédit Suisse. Agressif en termes de garanties, très compétitif au niveau du pricing, le high yield a tout pour séduire les GPs, qui, en conséquence, se détournent de la combinaison classique dette senior+mezzanine. Pour le refinancement des LBO les plus en forme, cette ruée vers l'obligataire est notamment l'occasion d'abaisser le coût de la dette et/ou de remettre du levier pour sortir des dividendes. Afflelou, détenu par Lion Capital et Apax Partners, a ainsi vu le coût global de sa dette passer de 7,9 % à 6,1 % après une émission de 440 M€. Pour d'autres, c'est surtout l'opportunité d'adopter une structure de financement sans amortissement, mieux adaptée à un projet de forte croissance, notamment externe. Labeyrie, soutenu par LBO France, aurait ainsi accepté un coût d'endettement

légèrement supérieur en remplaçant l'intégralité de ses prêts senior et mezzanine par une émission obligataire de 275 M€. Pour certains enfin, l'appel au high yield se fait moins par opportunisme que sous la contrainte de rembourser des crédits bancaires arrivés à maturité. C'est le cas de Kaufman & Broad, détenu par PAI Partners, qui a réalisé une émission de 370 M€ notée B, et de Quick, contrôlé par Qualium, qui a récolté 595 M€ à travers deux émissions, dont une non-garantie de 155 M€ notée CCC.



« Le dual track prêt bancaire/unitranche est devenu la norme »

Etienne Pirard, directeur chez Banque Palatine.

Dettes privées de plus en plus publiques

En dessous de 200 M€ de financement, le paysage est également chamboulé par l'émergence des prêteurs alternatifs, à l'instar de GSO, ICG, Axa Private Debt, Arès ou Hayfin. Le contexte leur est favorable, n'étant pas soumis aux mêmes contraintes réglementaires ou prudentielles que les banques. Ceux-ci se montrent particulièrement actifs avec les unitranche, bien que sur le haut de

leur fourchette d'invention, entre 150 et 200 M€, le high yield commence à leur faire de l'ombre. « Le dual track prêt bancaire/unitranche est quasiment devenu la norme dans le mid market. Et l'on voit désormais les "unitrancheurs" descendre sur des volumes de financement assez modestes, à hauteur de 30 voire 20 M€ », observe Etienne Pirard, directeur chez Banque Palatine, qui a récemment soutenu le MBO bis de Wings. Très en vue récemment, Alcentra a notamment arrangé une unitranche d'environ 30 M€ pour la reprise de Looping par HIG,

et une autre de 28 M€ pour le LBO bis orchestré par LBO Partners sur Menix. « En plus de concurrencer l'attelage dette senior/mezzanine sur les prix, l'unitranche présente le gros avantage, dans les processus ouverts, d'être underwriter à 100 %. En outre, ses pourvoyeurs se montrent parfois très agressifs en termes de garanties, certains acceptant, par exemple, des montages sans double luxco ou nantissement par le haut. Résultat, ils ont fini par être des acteurs significatifs avec qui il faut notamment compter sur les financements compris entre 50 à 100 M€, qui étaient auparavant

10 Gresham Street
London
EC2V 7JD
Tel.: +44-20-7615-3000

Milbank, Tweed, Hadley & McCloy

New York | Washington, DC | Los Angeles | São Paulo | Singapour | Tokyo
Pékin | Hong-Kong | **Londres** | Francfort | Munich

Cabinet international d'origine new yorkaise fondé en 1866, Milbank compte plus de **600 avocats** et 150 associés repartis entre ses **11 bureaux**. La firme est régulièrement classée parmi les meilleurs cabinets par Chambers, Legal 500 et IFLR 1000.

European Leverage Finance Team

FINANCEMENT SENIOR | HIGH YIELD | CRÉDIT RELAIS | PIK | FINANCEMENT MEZZANINE | INVESTMENT GRADE

Le bureau de Londres, fort de plus de **85 avocats**, est actif sur le **marché français LBO** depuis plusieurs années. Son équipe European Leverage Finance est en effet l'une des plus expérimentée et importante dans son domaine.

Elle est composée **d'avocats anglais, américains, français, et allemands** qui ont en commun de combiner un **degré élevé d'expertise technique (en financement LBO/High Yield)** et une **approche commerciale** des dossiers facilitant la réalisation de financements complexes.

Partageant la même culture et la volonté de **mutualisation des compétences**, l'équipe European Leverage Finance travaille en étroite collaboration avec les départements M&A, Tax et Restructuring.

BANKING & LEVERAGED FINANCE

CORPORATE

FINANCIAL RESTRUCTURING

ISLAMIC FINANCE

LITIGATION & ARBITRATION

PROJECT FINANCE

SECURITIES

STRUCTURED CREDIT

TAX

TRANSPORTATION FINANCE



Suhrud Mehta
Leverage Finance



Neil Caddy
Leverage Finance



Laetitia Costa
Leverage Finance



Timothy Peterson
Leverage Finance
High Yield



Peter Schwartz
Leverage Finance
High Yield



Stuart Harray
M&A



Mark Stamp
M&A



Russell Jacobs
Tax



Nick Angel
Restructuring



Peter Newman
Restructuring

Nous conseillons les banques, les institutions financières, les fonds d'investissement, les fonds mezzanines et les entreprises. Nous avons ainsi notamment accompagné nos clients sur les opérations françaises suivantes:

Advising the bookrunners on the financing of the acquisition of certain assets of Zannier Group by **IKKS**
JUILLET '14

Acting for the MLAs in connection with financing for the acquisition by Montagu and Astorg of **sebia**
JUIN '14

Acting for bookrunners on the refinancing of **novacap**
MAI '14

Acting for the purchasers of **€220 million** of senior floating rate notes issued by **Médi PARTENAIRES**
AVRIL '14

Acting for Goldman Sachs on the refinancing of **elis**
JUIN '13

Advising Credit Suisse on the refinancing of **PHOTONIS**
SEPT '13

Acting for creditors in relation to their investment of c. **€250 million** in **novasep**
DEC '09

l'apanage des club deals bancaires », rapporte Mounir Letayf, associé en finance chez Paul Hastings, qui a récemment conseillé TCR Capital et l'Idi dans la reprise d'Alkan.

Les fonds de dette privée ont la cote

La montée en puissance des fonds de dette privée participe aussi à l'afflux de liquidités dans le buyout. Mais à la différence des unitrancheurs, ils sont moins concurrents directs que partenaires des acteurs bancaires. « Pour les prêteurs senior, ces fonds constituent en fait une nouvelle poche de liquidités pour la syndication - sachant qu'ils investissent essentiellement dans les tranche B, voire C », explique

Annie-Laure Servel, qui a récemment participé au financement du LBO bis de Poulton par Qualium. Un financement auquel a d'ailleurs aussi contribué Idinvest Partners, qui doit prochainement signer le closing final d'un nouveau fonds de dette senior à hauteur de 300 M€. « Avec ce type de véhicule, nous intervenons très en amont des opérations, dans une logique de partenariat, et intervenons sans difficulté dès la structuration de l'opération », souligne son président, Christophe Bavière. « Certes, le monopole bancaire sur la dette senior subsiste, mais cela ne nuit pas au déploiement de nos fonds, les banques n'ayant plus leur niveau d'activité passé du fait des nouvelles règles prudentielles », ajoute-t-il. Mais les plus à plaindre, dans le contexte de désintermédiation bancaire, sont les mezzaneurs. Outre

LES 10 PLUS GROS REFINANCEMENTS EN 2014

Société cible	Type de financement	Fonds de LBO	Montant (en M€)
CEVA	DETTE SENIOR	TEMASEK, CDH INVESTMENTS, EUROMEZZANINE, SAGARD	850
QUICK	HIGH YIELD	QUALIUM	585
ALAIN AFFLELOU	HIGH YIELD	LION CAPITAL, APAX PARTNERS	440
NOVACAP	HIGH YIELD	ARDIAN	375
KAUFMAN & BROAD	HIGH YIELD	PAI PARTNERS	370
LABEYRIE FINE FOODS	HIGH YIELD	LBO FRANCE	275
AUTODISTRIBUTION	HIGH YIELD	TOWERBROOK CAPITAL, INVESTCORP	240
EXXELIA / EUROFARAD	DETTE SENIOR	LBO FRANCE	175
ECOTEL CHOMETTE FAVOR	DETTE SENIOR	WEINBERG CAPITAL PARTNERS	60
FRANCOISE SAGET LINVOSGES	DETTE SENIOR	ALPHA	30

Source : CFNEWS

que les refinancements servent souvent à les rembourser, ils se sont fait quasiment sortir de l'upper mid et larg cap - où les deals, quand ils ne recourent pas au high yield ou à l'unitranche, optent souvent pour une senior à 100 %. Preuve en est d'ailleurs la tendance des fonds de mezzanine à se diversifier dans l'unitranche. Pour son nouveau véhicule de dette junior subordonnée (Five Arrows Credit Solution, bouclé à hauteur de 415 M€), Rothschild a ainsi prévu un mandat assez souple pour également en proposer. « Avec la mezzanine, il faut plutôt privilégier le lower mid-market et, au sein de ce créneau, favoriser les stratégies de buy and build », détaille Christophe Bavière, dont la société de gestion s'apprête également à clore un fonds de mezzanine de 300 M€ dédié à l'Europe. « Tout en étant très précis, ce positionnement s'applique toutefois à un marché très profond, le tissu industriel européen étant largement constitué de PME - qui sont potentiellement des ETI en devenir », ajoute le président d'Idinvest.

« Avec la mezzanine, il faut plutôt privilégier le lower mid-market »

**Christophe Bavière,
président d'Idinvest.**



les banques ont tendance à réduire la taille des club deals, pour plus de réactivité, et proposent davantage de tranche in fine, notamment en invitant des fonds de dette "amis" ou affiliés. Au final, nous arrivons à garder plus ou moins la main sur ce marché », assure Etienne Pirard. « Sans compter que les prêteurs senior ont fait beaucoup d'efforts au niveau du pricing. En un an, ils sont descendus de 100 points de base, pour s'établir dans la fourchette 300-350 points de base », ajoute son collègue et directeur adjoint Hervé Rinjonneau - qui a notamment participé au refinancement d'Ecotel Chomette Favor, et coordonné celui de Françoise Saget-Linvosges avec CA CIB.

Riposte des banquiers-prêteurs

S'ils ne dictent plus leurs conditions, les prêteurs senior ne restent pas pour autant les bras croisés face à la concurrence. « En small et lower mid-cap,

Dans l'upper mid et large cap, l'appétit insatiable du high yield complique sérieusement la tâche des banques. Sachant qu'elles sont surtout devenues des intermédiaires dans le financement, elles tentent de réagir en faisant davantage de prises fermes, à fortiori celles qui ont une activité réduite en high yield. « En cela, elles profitent d'avoir beaucoup

réduit leur temps de mise sur le marché, si bien qu'aujourd'hui elles sont certaines de pouvoir placer le papier en syndication », souligne Thomas Vignon, directeur chez Credit Suisse. « Entre l'underwriting et la syndication, il arrive que les banques aient à ajuster les termes d'un contrat de crédit si cela est jugé nécessaire par les investisseurs. Même si les GPs apprécient peu ce type de pratique, ils comprennent néanmoins », ajoute Olivier Malbos, senior banker chez Credit Suisse, qui est notamment intervenu sur le refinancement de Kaufman & Broad.

Pour autant, la prise ferme en dette senior ne peut pas être la panacée à elle seule. Concurrencer le high yield passe aussi par un assouplissement des covenants. En la matière, le refinancement de Ceva, en préambule à sa reprise en LBO quaternaire, fournit un bel exemple : un emprunt "cove-lite" 100 % en euros de plus 800 M€, dont la majeure partie in fine. « Le refinancement de Ceva constitue une première en France. Depuis lors, on voit les financements "cove-lite" se développer en marge de financements plus classiques »,

souligne Raphaël Richard, qui a notamment conseillé Quick et Novacap pour leur refinancement. A noter que pour Novacap, l'opération a été réalisée via un FPCR, la structure double luxco mise en place lors du LBO n'ayant pas pu être reconduite

pour des raisons fiscales.

« Le recours à une structure FPCR pour structurer un refinancement de cette taille constitue une nouveauté. Cette alternative à la double luxco, qui est habituellement réservée aux opérations de mid cap, offre des protections de plus en plus similaires. En effet, depuis la récente réforme des entreprises en difficulté, les créanciers peuvent proposer leur propre plan de redressement, à l'instar de ce qu'ils pouvaient déjà faire avec une sûreté double luxco », explique Laetitia

Costa, special counsel chez Milbank Tweed Hadley & Mc Cloy, le conseil des banques pour cette opération.

Si l'évolution du marché américain préfigure ce qui se passera sur le Vieux Continent, on peut alors s'attendre à un regain d'activité des prêteurs bancaires. « Aux Etats-Unis, les banques



*« Les GPs deviennent
agressifs
sur les covenants »*

**Laetitia Costa, special counsel chez
Milbank Tweed Hadley & Mc Cloy.**

Le magazine du corporate finance

CFNEWS Magazine vous propose d'optimiser, à partir d'un positionnement unique et simple, la portée de votre message. En vous garantissant une visibilité renforcée auprès de l'ensemble des acteurs du corporate finance, ce nouveau magazine interactif est un vrai support d'intérêts convergents.



CFnews
Corporate Finance News

Découvrez les offres annonceurs



L'ALTERNATIF LORNE LE RESTRUCTURING

Les LBO en difficultés aussi, connaissent un afflux de liquidités. Quand les “amend & extend” ou “debt-for-equity swap” trouvent leurs limites, les fonds alternatifs aspirent à prendre le relais des banques, à l'exemple de Paulson, Amber, Praxient et Boussard & Gavaudan qui ont garanti les 440 M€ d'augmentation de capital de Solocal en Bourse. « Le nouvel intérêt des hedge funds ou fonds de dette pour le restructuring a pour conséquence d'accroître la pression sur les GPs. Ceux-ci sont notamment davantage contraints d'injecter de l'argent frais, sauf à voir leurs participations partir dans les mains de tiers », expose Lionel Spizzichino, associé en charge du restructuring chez Paul Hastings. La réforme des entreprises en difficulté, qui entre en vigueur début juillet, accentuera encore cette pression, même si la possibilité de forcer l'éviction des actionnaires reste finalement très encadrée et limitée à des circonstances précises. « La faculté donnée aux créanciers de présenter un plan concurrent dès la sauvegarde, ainsi que l'instauration d'un “pre-pack cession” constitueront de nouveaux leviers dans les négociations », assure Lionel Spizzichino, qui a notamment conseillé Attestor dans le cadre du lender-led de La Saur et OpenGate Capital pour la reprise de Kem One l'année dernière.



Photo : DR

Lionel Spizzichino,
associé chez
Paul Hastings

ont réussi à reprendre l'avantage en contrepartie d'une érosion significative des covenants, et grâce aussi à une importante hausse des liquidités provenant des CLO. En 2013, d'ailleurs, les refinancements ont davantage été le fait de prêteurs seniors remboursant des émissions high yield, à l'inverse de ce qui s'est produit

en Europe », relate Thomas Vignon. Une chose est sûre : l'accroissement des liquidités et la démultiplication des sources de financement concurrentes peuvent conduire à des montages de LBO plus risqués. A plus forte raison si le deal flow ne s'étoffe pas. « On peut craindre en effet un papier de moins bonne qualité, d'autant que les sponsors deviennent agressifs en termes de covenants. », souligne Laetitia Costa. Et déjà, certains prêteurs, au nom d'une plus grande sélectivité, admettent laisser passer des dossiers plus souvent qu'à leur tour. ■

À LIRE AUSSI SUR CFNEWS EN LIGNE

➔ [Tableau des principaux refinancements 2014](#)

➔ [Tableau des LBO supérieurs à 100 M€ en 2014](#)

KRISTELL CATTANI MAURICE LANTOURNE FLAVIE HANNOUN
FONDENT LE CABINET D'AVOCATS

LANTOURNE & ASSOCIÉS

SPÉCIALISÉ DANS LES PROCÉDURES COLLECTIVES,
LES RESTRUCTURATIONS D'ENTREPRISE ET
LE CONTENTIEUX DES AFFAIRES

A VOS CÔTÉS POUR
RÉALISER VOS PROJETS
ET RÉSOUDRE
VOS DIFFICULTÉS

171, BOULEVARD HAUSSMANN 75008 PARIS
CONTACT@LANTOURNE.FR



© iko / © Brad Pict - Fotolia.com

Cliniques privées : un parcours de santé ?

A l'instar de la fusion Medipôle/Médi-Partenaires, les cliniques privées se restructurent et se rapprochent. Un secteur qui attire toujours les investisseurs aptes au build-up. _____ **PAR CAROLINE LESAGE**

Réprésentant un tiers des séjours MCO (médecine, chirurgie et obstétrique) et un quart de l'offre hospitalière en France, les cliniques privées sont à l'aube d'une recomposition majeure. La récente fusion Medipôle/Médi-Partenaires pour former un groupe d'1,1 Md€ de valorisation soit un mul-

tiplé de 8-9 fois l'Ebitda, l'OPA en cours de Ramsay sur Générale de Santé, le LBO de CVC sur Vedici animent un marché en ébullition depuis fin 2013. Cette concentration répond en partie à la baisse des marges. « Le secteur était figé depuis quelques années en raison de nombreuses opérations réalisées à un prix élevé en 2006-2007,

expliquent Frédéric Meyer et Nicolas Durieux, directeur et associé chez DC Advisory, qui a notamment conseillé 21 Partners dans la cession de Vedici à UI Gestion et Gimv en novembre dernier. De plus, du fait des hausses continues des pressions tarifaires exercées depuis 2006 par les pouvoirs publics et l'augmentation des charges, les retours attendus n'ont pas été délivrés.» En effet, la rentabilité des établissements privés est passée de 3,3 % en 2005 à 1,8 % en 2011, et aujourd'hui encore environ un tiers d'entre eux sont déficitaires en France. Blackstone et LBO France ont ainsi échoué dans les ventes de Vitalia en 2008 et Médi-Partenaires en 2010 du fait de l'absence d'investisseurs prêts à payer le même multiple élevé sur un secteur aux perspectives plus contraintes qu'auparavant.



**Nicolas Durieux, associé
chez DC Advisory.**

leviers de rentabilité : économies d'échelle sur les achats (matériel, médicaments, prestations de restauration, blanchisserie...), rationalisation des fonctions supports, force de négociation face à l'ARS (Agence régionale de santé), capacité d'attirer les meilleurs chirurgiens », détaille Arnaud Hugot, associé en corporate chez CMS Bureau Francis Lefebvre, lequel a notamment conseillé Générale de Santé dans la cession de trois établissements au profit de Le Noble Age ou de la clinique Le Floride à Médipôle (voir ci-dessous le Top 5 des avocats sur les cliniques et Ehpad). Ainsi les groupes structurés détenus par des acteurs du non coté ont nettement amélioré leur rentabilité avec des marges généralement supérieures à 10 %.

L'union fait la force

Pour parer à cette situation, des groupes de dimension régionale - représentant 17 % du marché français selon le rapport FHP- voire nationale (41 %), se sont constitués à la fin des années 2000, avec le soutien de fonds d'investissement. « En se rapprochant, les cliniques peuvent agir sur les principaux

TOP 5 DES AVOCATS D'AFFAIRES EN 2013-2014

(Deals «cliniques» et EHPAD) Source : CFNEWS

CMS-BFL	12
FIDAL	4
BREDIN PRAT	4
DE PARDIEU BROCAS MAFFEI	4
CLIFFORD CHANCE*	3

* ex aequo avec GGSM, KING & WOOD
MALLESONS SJ BERWIN et DE BOISMOREL

« Il y avait 1100 cliniques MCO il y a 15 ans, il n'en reste plus qu'environ 600 aujourd'hui, dont 200 entre les mains de groupes », rapporte Jean-Baptiste Mortier, dirigeant de Vitalia, groupe constitué en avril 2006 avec l'appui de Blackstone, abritant aujourd'hui 45 établissements dans treize régions, et dégageant près de 700 M€ de chiffre d'affaires. « Tous les acteurs partagent la même stratégie : constituer des pôles régionaux », affirme Vincent-Gaël Baudet, directeur chez Bridgepoint, l'actionnaire de Médipôle, qui avait repris trois cliniques en Languedoc-Roussillon et Midi-Pyrénées l'an passé et qui vient de signer son rapprochement avec Médi-Partenaires. Peu à peu des groupes se sont réparti l'Hexagone. Almayviva est devenu un acteur majeur de la région Paca, Vedici de la moitié Ouest, Médipartenaires de la moitié Sud, GBNA du Nord Aquitaine, Avenir Santé de la Bourgogne ou encore Vitalia des villes moyennes de province.



Photo : DR

« Tous les acteurs constituent des pôles régionaux »

Vincent-Gaël Baudet, directeur chez Bridgepoint.

Outre une plus large couverture du maillage territorial, se positionner sur l'hospitalisation à domicile (HAD) et les soins de suite et de réadaptation (SSR) peut constituer un axe d'amélioration de la rentabilité, ces activités nécessitant moins d'investissement que le MCO. Générale de Santé, tout comme HPM, Vivalto Santé, Vedici, OC Santé ou encore C2S, ont choisi d'intégrer le HAD et/ou le SSR. « Médipôle est l'un des pionniers dans la diversification vers le HAD et le SSR, qui permet de mieux accompagner le nombre grandissant de patients et de les accompagner au plus près à l'heure où le séjour en clinique devient de plus en plus court », souligne Vincent-Gaël Baudet.



Photo : DR

Arnaud Hugot, associé chez CMS Bureau Francis Lefebvre.

Pour d'autres, les activités de moyen/long séjour comme le SSR sont de moins en moins considérées comme vecteurs de croissance. Pour Sébastien Alauzet, responsable de Cap Santé, un fonds de 150 M€ géré par UI Gestion : « les grands groupes tendent à devenir des *pure players* du MCO, à l'instar de Vitalia ou Capio ».



Jean-Baptiste Mortier, dirigeant de Vitalia.

Les fonds toujours acquéreurs

Ces stratégies de croissance nécessitent de lourds investissements pour les cliniques privées, lesquelles consacrent par ailleurs en moyenne 5 % de leur chiffre d'affaires annuel aux investissements technologiques. C'est pourquoi la plupart des groupes s'assure un coussin financier auprès de fonds de private equity (voir le tableau p. 30), lesquels continuent d'investir massivement dans le secteur, malgré l'effritement des marges et les difficultés de sortie ces dernières années. « Porté par le vieillissement de la population, la recrudescence des pathologies chroniques et l'innovation technologique, le marché des cliniques privées demeure attractif. Résilience, fortes barrières à l'entrée et récur-

PUBLIC VS PRIVÉ

Jean-Baptiste Mortier, dirigeant de Vitalia, fustige une inégalité de traitement entre public et privé depuis la fin de la convergence des tarifs votée en 2012 : « Les groupes de cliniques privées sont soumis à l'IS et aux taxes foncières, et paient des loyers, contrairement aux hôpitaux publics. » Pourtant ces derniers affichaient un déficit cumulé de 70 M€ en 2013 et une dette de 29 M€, et proposent en moyenne une offre de soin plus chère. « Le tarif moyen alloué pour un acte à l'hôpital est en moyenne de 22 % supérieur au tarif moyen alloué à une clinique privée sur ce même acte, affirme le dirigeant. Nous représentons une économie pour la Sécurité Sociale et pourtant nous sommes stigmatisés. » Les défenseurs de la thèse de la fin de la convergence estiment pour leur part que, bien souvent, des missions plus lourdes et moins rémunératrices que celles du secteur privé échoient à l'hôpital public, qui gère par exemple plus d'urgences. Les transplantations cardiaques ou des poumons sont pratiquées uniquement dans le public, les internes sont formés dans le public... Tout cela représente un coût.



Photo : DR

rence des cash flow caractérisent ce secteur encore fragmenté qui offre de nombreuses opportunités de build-up », assure Sébastien Alauzet chez UI Gestion, actionnaire depuis novembre dernier, aux côtés de Gimv, d'Almaviva, lequel entend doubler son chiffre d'affaires d'ici cinq ans pour atteindre 250 M€, notamment en réalisant des acquisitions.

« Ce secteur encore fragmenté offre des opportunités de build-up »

Sébastien Alauzet,
directeur d'investissement chez UI Gestion.

LES 15 PREMIERS GROUPES DE CLINIQUES PRIVÉES EN 2014

Groupes de cliniques	CA 2013 (en M€)	Actionnariat	Entrée au capital
GÉNÉRALE DE SANTÉ	1900	FAMILLE LIGRESTI (OPA DE RAMSAY EN COURS)	MARS 07
MEDI-PARTENAIRES / MEDIPÔLE SUD SANTÉ	830	BRIDGEPOINT	MARS 11*
VITALIA	700	BLACKSTONE (100%)	AVR. 06
VEDICI	560	3I (55%), NIXEN (10%) (RACHAT PAR CVC EN COURS)	MARS 10
CAPIO FRANCE	530	APAX (56%), NORDIK CAPITAL (44%)	DÉC. 06
RAMSAY SANTÉ (EX-PROCLIF)	400		JANV. 10
VIVALTO SANTÉ (EX-CPA)	250	ING PARCOM, OMNES, BNP DÉVELOPPEMENT, CRÉDIT MUTUEL ARKÉA (60%)	DÉC. 09
HÔPITAL PRIVÉ MÉTROPOLE (HPM)	165	MÉDECINS	ND.
OC SANTÉ	160	MÉDECINS	ND.
GROUPE SAINT-GATIEN	150	FAMILLE, BPIFRANCE	ND.
GROUPE COURLANCY	150	MÉDECINS	ND.
GROUPE BORDEAUX NORD AQUITAINE (GBNA)	150	UI GESTION (MINORITAIRE)	JUIL. 13
GROUPE SAINTE-MARGUERITE	140	CM-CIC (MINORITAIRE)	MAI 07
COMPAGNIE STÉPHANOISE DE SANTÉ (C2S)	110	BRIDGEPOINT	MARS 11
ALMAVIVA SANTÉ	100	UI GESTION , GIMV	NOV. 13

* Bridgepoint avait pris 70% du capital de Medipôle en mars 2011 et devient majoritaire au capital de l'ensemble Medi-Partenaires/Médipôle en 2014

Source : CFNEWS

Les prochaines années devraient ainsi marquer le retour des grandes manoeuvres sous l'impulsion de groupes régionaux voire nationaux, poussés par leurs nouveaux actionnaires. Après son rachat manqué de Médi-Partenaires, Vedicci qui repart avec CVC Partners, constitue un consolidateur potentiel. D'autant plus qu'il reste 43 % de cliniques indépendantes, détenues par des familles ou des médecins, à l'instar de Courlancy, en quête d'un investisseur. Le curseur pourrait aussi bouger côté fonds : Blackstone prévoit une sortie de Vitalia dans les 12 à 24 mois, tandis qu'Omnes et Parquest, au capital de Vivalto

Santé depuis décembre 2009 ou Montefiore, propriétaire d'Avenir Santé depuis décembre 2010, pourraient également envisager une cession (voir le tableau p. 30).

Vers l'externalisation croissante de l'immobilier

Afin de dégager des ressources, un autre axe, souvent complémentaire des levées de fonds ou LBO, consiste à céder son patrimoine immobilier au profit de foncières comme Icade ou Gecimed. C'est l'option choisie par les plus grands : Générale de Santé, Capio,



Investisseur dans le secteur de la Santé

UI Gestion investit dans les entreprises du secteur de la Santé et participe à leur valorisation stratégique, en s'appuyant sur une équipe dédiée de spécialistes ainsi que sur son réseau d'experts.



Acteur majeur de la prise en charge de la dépendance en France

Octobre 2012



Leader de l'hospitalisation privé en région Aquitaine

Juillet 2013



Leader de l'hospitalisation privé en région PACA

Novembre 2013



*« L'autre
sortie
possible pour
les fonds reste
l'introduction
en Bourse »*

**Frédéric Meyer,
directeur
chez DC Advisory.**



Photo : DR

garantie à la fois pour les actionnaires et pour les partenaires financiers. Selon une source financière proche du secteur, un groupe propriétaire de ses murs est en moyenne valorisé autour de 10 fois son Ebitda, contre 8,5 fois sans l'immobilier. Le fait de céder les murs peut ainsi permettre de faciliter la vente.

Quelles évolutions capitalistiques ?

Vedici, Almaviva ou encore Médi-Partenaires. Au contraire, Vivalto ou Vitalia ont conservé leur patrimoine immobilier par sécurité tandis que Médipôle s'apprête à vendre une partie de ses murs, notamment pour financer l'acquisition de Médi-Partenaires. « Le danger, avec l'externalisation immobilière, est de supporter une charge fixe de loyer trop encombrante, qui laisse peu de souplesse financière au groupe », prévient Arnaud Hugot, associé chez CMS-BFL. Le fait d'externaliser l'immobilier peut également s'avérer un frein à la vente selon Frédéric Meyer chez DC Advisory : « Aujourd'hui un certain nombre d'acquéreurs potentiels ne regardent pas le dossier avec le même intérêt s'il n'y a pas d'immobilier. Le foncier, qui a un impact sur la rentabilité, constitue une force car il laisse plus d'indépendance et de flexibilité. » S'il peut sembler un peu lourd à porter, l'immobilier représente une réelle

Aujourd'hui peu d'industriels sont capables de s'offrir les grands groupes formés ces dernières années, excepté des étrangers comme l'australien Ramsay, prétendant au rachat de Générale de Santé. « Des groupes allemands tels que Fresenius, Asklepios Kliniken, Rhön Klinikum ou Sana Kliniken pourraient très bien s'implanter en France en rachetant des groupes déjà structurés, à partir de 100 M€ de revenus, puis se développer », estime Sébastien Alauzet. Même si cela reste compliqué en raison d'une réglementation liée aux contraintes locales, certains ont franchi le pas, comme le suédois Capio, détenu à 11 % par Apax depuis 2007, qui génère désormais 530 M€ de revenus en France, ou Ramsay, qui, après ses reprises progressives d'établissements, deviendra peut-être bientôt numéro 1 dans l'Hexagone. « L'autre sortie possible pour les fonds

reste l'introduction en Bourse », estime Frédéric Meyer chez DC Advisory. C'est d'ailleurs la voie privilégiée pour Nordik Capital et Apax, les actionnaires de Capiro, lequel a déjà cédé ses activités espagnoles à CVC et externalisé une partie de son immobilier afin de rendre son profil plus attrayant, ou, à plus long terme, pour Bridgepoint avec Médipôle/Médi-Partenaires. « On peut également imaginer des fusions sur la base d'un *share deal*, ou encore l'arrivée de groupes mutualistes, qui donnerait une perspective de plus long terme au secteur », ajoute Jean-Baptiste Mortier.

Ehpad : la course vers la consolidation

Cousins des cliniques, les établissements d'hébergement pour personnes âgées dépendantes (Ehpad) marchent eux aussi vers la consolidation, comme l'illustre le récent rapprochement de Medica et Korian. Un phénomène largement accéléré depuis la mise en place du régime des agences régionales de santé (ARS) en juin 2010. « Précédemment, pour créer un Ehpad il fallait demander une autorisation au Conseil Général et au département. Mais depuis quatre ans le mécanisme s'est inversé : ce sont les ARS qui dictent les besoins d'Ehpad et lancent des appels d'offres », explique Rebecca Nakache, directrice de missions chez Sodica CF, qui a récemment conseillé SSD-La Coupole et la cession de



Photo : DR

« Ce sont les ARS qui dictent les besoins d'Ehpad et lancent des appels d'offres »

Rebecca Nakache, directrice de missions chez Sodica CF.

trois maisons de retraite médicalisées dans le Var et les Bouches-du-Rhône. Or, par manque de moyens, elles ont considérablement réduit la demande : seuls 1 000 lits ont été créés en quatre ans. « Les groupes doivent trouver des relais de croissance pour pallier le très faible nombre d'ouvertures de nouveaux Ehpad : acquisition d'établissements existants, mise en œuvre de lits autorisés non exploités, regroupement d'établissements pour en assurer la pérennité », analyse Antonio Graça, directeur associé d'123Venture, qui accompagne Philogeris depuis 2010 et a acquis un Ehpad à Agde en mai, en partenariat avec Colisée Patrimoine. « Selon l'emplacement géographique et le taux de remplissage, le prix

Le private equity accélère dans les Ehpad

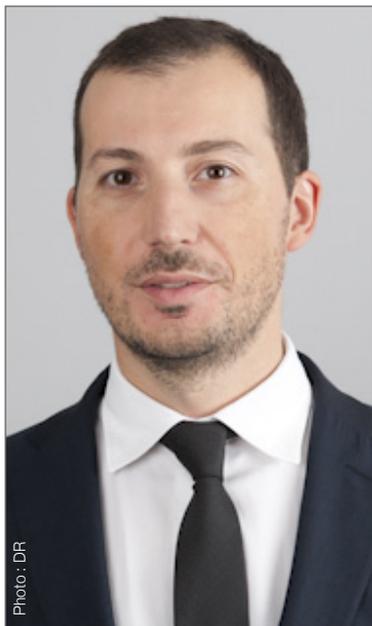


Photo : DR

Antonio Graça,
directeur associé d'123Venture.

« Les acteurs majeurs du secteur ont été occupés ces dernières années à digérer la croissance importante qu'ils ont connue jusqu'en 2008, laissant de l'espace aux acteurs intermédiaires pour se développer en ayant notamment recours au private equity », ajoute Antonio Graça. Mais depuis 2010, le capital-investissement s'invite dans les Ehpad à l'instar de PAI Partners, qui vient de prendre le contrôle de DomusVi, mais aussi d'123Venture (Philogeris), UI Gestion (Domidep),

Naxicap (Colisée Patrimoine) ou Eurazeo PME (Ideal Résidence). Il faut dire que, contrairement aux cliniques, les Ehpad bénéficient d'une grande flexibilité sur leurs marges et offrent aussi des perspectives attractives. « 70 % des revenus proviennent de l'hébergement, 10 % de la dépendance et seulement 20 % de la dotation aux soins », rappelle Antonio Graça, qui pressent une accélération des opérations de haut de bilan dans les deux à trois prochaines années.

d'un lit peut s'élever à 40-50 K€. Même les établissements mal gérés trouvent des acquéreurs tant l'autorisation à de la valeur en France », poursuit Rebecca Nakache. Beaucoup se tournent aussi vers l'international comme Orpea avec le rachat de l'allemand Silver Care et du suisse Senevita, Medica avec l'acquisition du belge SLG ou Maison de famille avec celle de l'espagnol Adavir. Dominé par Medica/Korian (23 148 lits), Orpea (18 285 lits), et DomusVi (15 115 lits), le marché des Ehpad compte en effet encore de nombreux indépendants, de quoi attiser la consolidation et aiguïser l'appétit des fonds. Selon nos sources, Eurazeo PME serait inté-

ressé par la reprise de Colisée Patrimoine, participation de Naxicap depuis 2010, tandis que MBO Partenaires a lancé un processus en vue de céder Groupe Sigma, dont il est actionnaire depuis novembre 2011. ■

À LIRE AUSSI SUR CFNEWS EN LIGNE

- [Tableau des deals cliniques et EHPAD 2013-2014](#)
- [Tableau des banquiers d'affaires sur les cliniques et les EHPAD 2013-2014](#)
- [Tableau des avocats sur les cliniques et les EHPAD 2013-2014](#)

C/M/S/ Bureau Francis Lefebvre

QUELQUES OPÉRATIONS RÉCENTES CONSEILLÉES PAR NOTRE ÉQUIPE CORPORATE DANS LE SECTEUR DE LA SANTÉ :

 <p>Cession de Goëmar par Be Capital et Pechel Industrie à Arysta Lifescience (Permira) Mars 2014</p>	 <p>Rapprochement entre Vivalto Santé et Vedica sur les cliniques de leur pôle brestois Décembre 2013</p>	 <p>Prise de participation par Five Arrows dans le groupe Dominique Dutscher Décembre 2013</p>	 <p>Acquisition de Synerlab par 21 Centrale Partners auprès d'Ardian Novembre 2013</p>
 <p>Cession de trois établissements de SSR par Générale de Santé au Noble Age Septembre 2013</p>	 <p>Acquisition par Orpéa de deux EHPAD en Ile de France Juillet 2013</p>	 <p>Cession de la Clinique Le Floride à Médiapôle (Bridgepoint) Juin 2013</p>	 <p>Acquisition par Vivalto Santé, Omnes Capital et ING Parcom de la Clinique Générale d'Anney Mai 2013</p>
 <p>Cession de l'Hôpital Privé Beauguergard, filiale de la Compagnie Générale de Santé au Groupe Sainte-Marguerite Avril 2013</p>	 <p>Acquisition de la société Centre Médico-Chirurgical de l'Europe par Vivalto Santé Novembre 2012</p>	 <p>Cession de l'Hôpital privé Saint-Martin de Pessac par Générale de Santé à Médi-Partenaires Août 2012</p>	 <p>Cession de Clinique du Parc à Orpéa par Générale de Santé Juillet 2012</p>

Publications

Etude "CMS European M&A Study 2014"

Leading in European M&A | CMS Corporate / M&A

Experts in Your World | CMS Annual Review 2013-2014

Expertises

Corporate

Droit boursier

Private equity

En savoir plus sur ces opérations

Contacts :

Retrouvez notre équipe Corporate

CMS Bureau Francis Lefebvre | 1-3 villa Emile Bergerat | 92522 Neuilly-sur-Seine Cedex, France
T +33 1 47 38 55 00

Aberdeen | Alger | Amsterdam | Anvers | Barcelone | Belgrade | Berlin | Bratislava | Bristol | Bruxelles | Bucarest | Budapest | Casablanca | Cologne
Dubai | Düsseldorf | Édimbourg | Francfort | Genève | Glasgow | Hambourg | Istanbul | Kiev | Leipzig | Lisbonne | Ljubljana | Londres | Luxembourg
Lyon | Madrid | Mexico | Milan | Moscou | Munich | Muscat | Paris | Pékin | Prague | Rio de Janeiro | Rome | Sarajevo | Séville | Shanghai | Sofia
Strasbourg | Stuttgart | Tirana | Utrecht | Vienne | Varsovie | Zagreb | Zurich



© Frédéric Prochasson - Fotolia.com

Rhône-Alpes voit loin

Avec plus de 200 deals l'an passé, la 2^e région économique de France reste attractive. Mais l'international est désormais le mot d'ordre.

PAR ANNE JOLY

La deuxième région économique de France avec 10 % du PIB s'adjuge la deuxième place des opérations de corporate finance de l'Hexagone. Soit, sur 2013, 206 opérations répertoriées par CFNEWS et 112 sur le premier semestre 2014 (voir lien p. 44). Abrisant plus de

100 sociétés cotées, elle a également participé au retour des IPO avec Erytech l'an passé et Visiativ cette année. Lieu de la première bourse française en 1540, Lyon abrite des groupes d'investisseurs « historiques », tels que Siparex, créé en 1977 et la Banque de Vizille, fondée

quelques années plus tard, devenue CM CIC Capital Investissement, la Spéf devenue Naxicap. Autour d'eux s'est depuis lors tissé un éco-système qui fait dire aux régionaux qu' « on a tout en Rhône-Alpes. » Sauf peut-être des fonds de retournement ou des mezzaneurs. Ce qui ne saurait tarder. « Lyon cumule un tissu économique riche et des équipes de qualité. Mais les bons dossiers ne sont pas pléthoriques, constatent Arnaud Vergnole et Olivier Poncin, associés du conseil Advance Capital. Les acteurs parisiens ayant fait une grosse poussée dans la région, les places sont assez âprement disputées en ce moment ».



Xavier Mesguich,
associé
Eight Advisory.

Des deals « entre soi »

On boucle encore, ici, des deals entre soi. C'est le cas pour la plupart des opérations de capital-risque / capital innovation, avec des start-up qui se tournent naturellement vers des opérateurs locaux tels Rhône-Alpes Création qui cumule 245 entreprises accompagnées depuis sa création en 1990. Sachant, naturellement, que plus les tours sont gourmands, plus ils s'ouvrent, comme c'est le cas pour le spécialiste

LE RETOURNEMENT BIEN ACTIF

« Rhône-Alpes est une région des plus actives en matière de retournement, du fait de sa surpondération industrielle, note Xavier Mesguich, associé de Eight Advisory. Dès le début des crises, elle est impactée mais figure souvent parmi les premières à repartir ! » De fait, après avoir cru perdre sa lingerie, avec Lejaby, la région a été confrontée au malaise de son industrie de base. Kem One, a pu repartir avec Alain de Krassny et OpenGate sauvant plus de 1000 emplois dans la chimie, tandis que l'usine d'aluminium de Rio

Tinto a rejoint l'industriel allemand Trimet préservant, avec l'appui d'EDF, quelque 500 postes. Les chinois sont aussi présents dans les reprises. Ainsi, Air Marrel, fabricant ligérien de plateformes de chargement de soutes d'avions a été repris par le conglomérat public chinois CIMC. Détenu aux trois quarts par Viveris, RAC Amorçage Rhône-Alpes et RDD, Lisa Airplane s'est retrouvée, après décision du tribunal, aux mains de Tiri Maha. Et SITL est sorti de l'ornière grâce au sino-américain Cenntro. Mais on a vu aussi des issues franco-françaises comme pour les laboratoires Biomnis, l'ardéchois GL Bijoux ou encore Electropoli.

grenoblois des semi-conducteurs magnétique Crocus avec une levée de 34 M€ l'an passé. « Le marché rhônalpin est un marché de PME, dense et compétitif, diversifié : un vrai marché régional attirant pour les nationaux », observe Pascal Voulton, président du directoire du fonds régional Sofimac, lequel a investi 13,6 M€ dans 44 sociétés en 2013. « Mais l'appréhender peut se révéler compliqué pour les acteurs extérieurs qui ne disposeraient pas de relais. », tempère Eric Baroin, associé



Photo : DR

Bertrand Manet, associé gérant d'Aforge Degroof à Lyon.

chez Lamy & Associés. Aussi certains s'allient à l'instar du fonds small cap Paluel Marmont Capital avec son confrère lyonnais Smart Cap. « Rhône-Alpes est une région à part avec des investisseurs qui ont semé « la bonne parole » auprès des entrepreneurs et un tissu bancaire excellent », estime Stéphane Bergez, à la tête d'Acto-

Mezz, l'équipe d'investissement mezzanine d'ACG Capital récemment intervenue dans les deals Passman et Kopram. « Le fait que nous remportions -heureusement- des

OPÉRATIONS TRANS-FRONTALIÈRES

Sous-type d'opération	Société cible ou acteur	CA société cible (en M€)	Acquéreur
1ER TOUR	ALKANTIS	5	NOVINVEST PARTNERS
5EME TOUR	CROCUS TECHNOLOGY	5,7	IDINVEST PARTNERS, INDUSTRIAL INVESTORS, RUSNANO...
BIMBO	ONE PLACEMENT	49	MBO PARTENAIRES, PERSONNE(S) PHYSIQUE(S), MANAGERS
LBO BIS	WINQA GROUP	370	KKR
FUSION	GROUPE T2I	23	AZUR TECHNOLOGY, TI INFORMATIQUE
M&A (INT'L)	AMILABO	1,7	MESALABS
	DICOM	ND	SPIGRAPH
	KALISTICK	0,25	COVERITY
RETOURNEMENT	KEM ONE	900	PERSONNE(S) PHYSIQUE(S), OPENGATE CAPITAL
	SITL (EX USINE FAGORBRANDT)	ND	CENNTRO MOTORS
RETOURNEMENT	BIOMNIS	257	COMPAGNIE FONCIERE FIDEICOM (FONCIERE ALFRAS), DUKE STREET

Source : CFNEWS



CONSEIL PLURI-DISCIPLINAIRE ET TRANSVERSE



LE DROIT AU SERVICE DE LA STRATÉGIE



FIDAL

VOS AVOCATS N'ONT JAMAIS ÉTÉ AUSSI PROCHES

Fortement implanté localement, Fidal Rhône-Alpes offre à ses clients les ressources du premier cabinet d'avocats français. Combinant haut niveau technique et pragmatisme, notre équipe Capital investissement et Fusions & acquisitions conseille entreprises, fonds d'investissement et dirigeants dans toutes leurs opérations.

Acquisition • Cession • Levée de fonds • Transmission • LBO • MBO • Structuration de véhicule d'investissement • Ouverture de capital (amorçage, création, développement) • Management package • Restructuration



CONSEIL ET CONTENTIEUX



100 AVOCATS À VOTRE SERVICE DANS VOTRE RÉGION



LA MOBILISATION D'UN RÉSEAU D'UN RÉSEAU NATIONAL ET INTERNATIONAL



FIDAL LYON
50, rue Joannes Carret
69263 Lyon
T +33 (0)4 72 85 70 00
www.fidal.fr



dossiers n'a donc rien à voir avec l'éco-système local, très complet ! »

Et les relations *intuitu personae* sont d'autant plus fortes comme le sait Bertrand Rambaud, président de Siparex

avec 900 entreprises au compteur et 1,1 Md€ sous gestion « Ici, on nourrit de vrais liens avec les dirigeants, les deals sont moins souvent intermédiés, on noue des relations de confiance. L'entreprise

« Personne ne voit ici l'entreprise comme une commodity. »

Bertrand Rambaud,
président de Siparex.



Photo : DFR

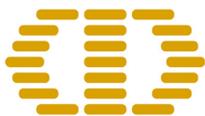
n'est pas vue comme une commodity : on ne se comporte pas qu'en financier. » Pour autant, si les acteurs régionaux revendiquent cette proximité géographique et humaine, ils voient plus loin.

DEUX FONDS D'AMORÇAGE COMPLÉMENTAIRES

Créé en 2012 et closé en mars dernier à 33,1 M€, le fonds interrégional Emergence Innovation géré par Sofimac soutient les sociétés innovantes et technologiques implantées dans les régions Centre, Poitou-Charente, Auvergne, Limousin, Rhône-Alpes, Paca et Languedoc-Roussillon. Géré par Rhône-Alpes Création (RAC) et Viveris, R2V lancé cette année avec 25 M€ - 10 de plus sont attendus - entend accompagner les sociétés innovantes multi-technologies. « Ces deux fonds sont complémentaires », assure Sébastien Touvron, président de RAC et de R2V.

Soutenir les PME exportatrices

« Les fonds et les industriels, confrontés qui à des problèmes de rendement, qui à une croissance interne plus difficile, sont en quête de croissance externe, notamment à l'international », reporte Jean-Noël Combasson, associé de la banque d'affaires Clairfield créée sur la base de l'ex équipe MBA Capital (lire encadré p. 44). Même si les PME locales ne font encore qu'exceptionnellement l'objet de convoitises de sociétés étrangères (voir le tableau p. 38). « C'est à nous de pousser le marché vers l'international, en prouvant à nos clients que les contreparties ne sont pas qu'en France. » Un sentiment partagé par



AFORGE DEGROOF FINANCE

CRÉATEUR D'OPPORTUNITÉS

Présent à Lyon depuis 2005, Aforge Degroof Lyon a réalisé près de 50 opérations mettant en jeu aussi bien des acquéreurs industriels français ou étrangers que des investisseurs financiers ou privés, pour des valorisations comprises entre 5 et 150 M€.



NOS OPÉRATIONS RÉCENTES : _____

Un repreneur personne physique accompagné des fonds régionaux

bpifrance

CRÉDIT AGRICOLE
RÉGIONS INVESTISSEMENT

a acquis



(Glaces artisanales premium à destination d'une clientèle de distributeurs de la restauration hors foyer)

SIGEFI PRIVATE EQUITY
et RHÔNE-ALPES PME GESTION

ont cédé leur participation au capital de



(Leader français des solutions d'accès Internet et de services associés, à destination des établissements d'accueil)

à

ACTO
MEZZ

associé aux dirigeants fondateurs dans le cadre d'une opération sponsorless

NAXICAP PARTNERS

a cédé sa participation dans



ANAVEO

(Leader français des systèmes de vidéosurveillance à destination des professionnels)

à

CM-CIC
Capital Finance



DALTY'S

CONVIVALITÉ
ATTITUDE

(3^{ème} opérateur Intégré du marché de la distribution automatique)

a acquis



(Leader régional dans les solutions de distribution de boissons et d'alimentation d'appoint)

Les fondateurs, la SACDE
et OTC MANAGEMENT

ont cédé



(Solutions de messagerie pour les opérateurs télécom)

à

gemalto

Les actionnaires dirigeants de



(Chaîne de restauration sur le thème du « Diner » de l'Amérique des années 50)

ont réalisé une levée de fonds pour leur Groupe auprès de

bpifrance



MBO PARTENAIRES

a cédé sa participation minoritaire au capital de



(Distribution/conseil en matériel électronique de sécurité)

à



associé au management dans le cadre d'un LMBO

Le fondateur, FSI RÉGIONS
et CARVEST

ont cédé une participation majoritaire de



(Conception et distribution de systèmes de détection périmétrique d'intrusion pour sites sensibles)

à

ui GESTION

associé au Directeur Général dans le cadre d'un LMBO

Charles CAUNESIL | @
Directeur de mission

Bertrand MANET | @
Associé gérant

Antoine PEILLON | @
Directeur de mission



Photo : DR

*« Apporter des fonds
aux entreprises qui exportent,
c'est sain. »*

**Bertrand Ghez, directeur exécutif
de CM CIC investissement.**

son confrère Bertrand Manet, associé gérant d'Aforge Degroof à Lyon : « Bank of China, implantée à Lyon depuis fin 2011, a mené sa première opération de financement structuré à Lyon dans le cadre de l'OBO sur le groupe de services de vidéosurveillance Anaveo. » En attendant, les fonds portent avant tout leurs efforts sur les PME exportatrices. A commencer par Capital Export, né en 2011 et qui vient de boucler sa levée à 50 M€. « Si les financiers ont pu s'étonner de notre spécialisation, les entreprises, elles, l'ont très bien comprise, remarque

son président, Jean-Mathieu Sahy. Avec un réseau de plus de 300 experts, nous contribuons à affiner la stratégie internationale des entreprises qui exportent trop souvent encore selon les opportunités.»

Pionnier à l'international, Siparex a signé un accord l'an passé avec Erai, le bras armé de la Région pour le développement économique hors frontières. « L'ambition est de construire des outils et allouer des ressources au service de l'accompagnement des dirigeants qui se posent tous la même question : comment y aller ? », souligne Bertrand Rambaud, rappelant que Siparex est par ailleurs implanté en Espagne, au Maghreb ou encore en Italie où sa force de frappe est de 50 M€. CM-CIC Investissement, qui a engagé 46 M€ dans 118 opérations en 2013, se projette également hors frontières. « On n'a peu de croissance ici... il faut aller voir ailleurs !, souffle son directeur exécutif Bertrand Ghez. Le financement bancaire d'une croissance à l'international n'est pas aisé. Apporter des fonds aux entreprises qui exportent, c'est sain. » Au-delà, CM-CIC via le CIAL, peut intervenir en Suisse où il détient deux participations, Retzel et Agta Record - lesquelles font une partie de leurs « emplettes » en France, et s'est doté de VCIC, une tête de pont au Canada spécialisée dans le capital risque et lorgne l'Amérique du Nord. Bpifrance suit aussi ce cap. « Les entreprises qui déploient une vraie stratégie à l'interna-

UNE ÉQUIPE BASÉE À LYON POUR DU CONSEIL FINANCIER ET OPÉRATIONNEL DE PROXIMITÉ



Transactions | Restructuring | Operational solutions

L'équipe **Eight Advisory Lyon** accompagne les **dirigeants**, les **actionnaires**, les **banques** et les **investisseurs potentiels** dans leurs décisions en matière de **transactions**, **restructurations** et **amélioration de la performance opérationnelle**.

Xavier Mesguich, Cédric Bodard et leur équipe ont à cœur de mettre à votre service leur expérience, leur implication, la signature d'un cabinet reconnu fort de son réseau de 2300 collaborateurs à l'international, et une approche sur mesure adaptée à chaque secteur d'activité et situation en intégrant la dimension humaine propre à chaque projet structurant pour l'entreprise.



**EIGHT
ADVISORY**

www.8advisory.com

DÉPARTS ET CRÉATIONS

2013 fut plus agité que 2014. Ainsi, chez les investisseurs, Franck Urbanski quittait Evolem pour FIA, le family office de Claude Léoni ; Capitem, fonds cap dev entrepreneurial naissait avec Stéphane Grès et Hervé Letoublon quand l'ex-3i Denis Ribon lançait Archimed avec Vincent Guillaumot. BNP Paribas Développement a accueilli Gilles Poncet et Laurent Gelpi a pris la tête de Garibaldi Participations. Alain Benisty a rejoint CM CIC Investissement à Paris comme directeur exécutif. Enfin, Bpifrance compte désormais dix personnes avec l'arrivée de Denis Talaron et Luc Vicenzotti. Début mai, Michel Faure membre du directoire de Siparex quittait ses fonctions. Dans la banque, Hervé Liagre a quitté CM CIC Corporate Advisory. L'équipe de Paolo Zopi sortait du réseau MBA Capital pour rejoindre Clairfield, recrutant Antoine Roué-Lecuyer, ex-Edrep, et Franck Richard, ex-Roche-Brune. Dans le conseil, alors que Nicolas Pesson quittait le TS de KPMG pour fonder Aequifi, Advance Capital procédait à son dixième recrutement avec Pierre Lamain, ex-Deloitte. Chez Eight Advisory, onze personnes entourent Xavier Mesguish rejoint par Thibaud de Portzamparc et Yannick Anselm, managers, Laura Gasser, senior et Thomas Cisterne, senior manager. Chez les avocats, Renaud Bleicher est arrivé chez Bignon Lebray, François Pujol chez Duteil Avocat et Manuel Wingert chez Delsol. Fidal a, l'an passé, appelé à sa tête Guy Roulin, directeur national du capital investissement.



Photo : DR

Guy Roulin,
directeur de
Fidal à Lyon.

tional, à l'instar de Technogenia, Anthogry ou Groupe Denis que nous accompagnons, sont en croissance et Bpifrance intervient en co-investissement avec des fonds propres mais aussi avec des prêts et des garanties spécifiques », souligne Jean-Louis Etchegoyhen, le fonds public leur ouvrant aussi les portes d'Ubifrance, de la Coface ou d'Erai. Et les conseils, à l'instar des avocats, accompagnent cette transformation. « Les due diligences traditionnelles, les audits-constats, c'est fini, assure Guy Roulin, directeur de Fidal à Lyon. Les audits stratégiques deviennent cruciaux, avec analyse des risques et des opportunités. » ■

À LIRE AUSSI SUR CFNEWS EN LIGNE

- ➔ [Opérations Rhône-Alpes 2013](#)
- ➔ [Opérations Rhône-Alpes 2014](#)
- ➔ [Opérations transfrontalières](#)

Un partenariat en mouvement

Jean-Eric Noublanche,
Directeur Général de Sert, leader européen des vérins hydrauliques destinés aux secteurs du machinisme agricole, de la manutention, du levage et du matériel TP.



Hugues des Garets,
Directeur de Participations chez CM-CIC Capital Finance, spécialiste des métiers de haut de bilan et du financement en fonds propre des entreprises.



La rencontre

Jean-Eric Noublanche

Serta a été créé en 1971 pour concevoir et fabriquer les vérins hydrauliques de sa maison mère, Audureau Machine Agricoles. Commercialisant ensuite ses produits auprès d'autres grands clients, l'entreprise a connu une très forte croissance au tournant des années 90. C'est à cette époque que nous nous sommes rapprochés d'IPO (aujourd'hui CM-CIC Capital Finance). Ce partenaire présentait le double avantage d'être fortement ancré dans la région et de s'inscrire dans une démarche à long terme.

Hugues des Garets

Il s'agit en réalité de deux rencontres. La première en 1992, avec Jacques Audureau, le fondateur de l'entreprise, dont l'affaire innovante et en fort développement avait besoin d'un partenaire financier pour faciliter les mouvements au niveau du capital. La deuxième avec Jean-Eric Noublanche, Directeur Général depuis 2003, qui a mené la structuration industrielle du groupe en France et en Bulgarie.

La relation

Jean-Eric Noublanche

Cela fait plus de 20 ans que nous nous connaissons. CM-CIC Capital Finance a tout récemment accompagné dans le LMBO dans le but d'associer les managers opérationnels du groupe au capital.

Au-delà de l'ingénierie financière de l'opération, l'adhésion de CM-CIC Capital Finance à la stratégie du groupe est une formidable source de motivation pour les cadres qui investissent dans la société. Une confiance qui nous a été précieuse pour surmonter la crise en 2009.

Hugues des Garets

En 22 ans, nos relations ont naturellement évolué et se sont renforcées en 2009, lorsque le chiffre d'affaires a chuté de 60%. Les valeurs de proximité et de solidarité qui nous animent ont alors pris tout leur sens. A l'époque, nous avons fait confiance aux dirigeants qui ont fait le choix courageux de ne pas déstructurer. Cette décision, coûteuse à court terme, a permis à Sert d'être en position de force pour le rebond de l'activité du secteur.

Les ambitions

Jean-Eric Noublanche

Notre objectif est d'accélérer notre développement à l'international et nous concentrons nos efforts sur les Etats-Unis, très actifs dans le domaine du TP et la Chine qui dispose d'un potentiel important sur le marché du machinisme agricole. Pour des raisons de compétitivité et de réactivité nous serons probablement amenés à nous installer dans ces deux pays.

Hugues des Garets

CM-CIC Capital Finance se tient prêt pour accompagner la forte croissance prévisionnelle de Sert. Le CA a doublé depuis 2009 et l'activité export s'est envolée, avec de forts relais de développement aux USA et en Chine.

En savoir plus sur cette rencontre ?
Retrouvez l'interview complète
de Jean-Eric Noublanche dans la rubrique
« Carnets de rencontres » sur
www.cmcic-capitalfinance.com





© Deklofenak - Fotolia.com

Le management package s'adapte !

Face à la crise et à un contexte fiscal contraignant, les dirigeants continuent d'investir mais négocient davantage. _____ PAR LUC BONTEMPS

Rallongement des maturités, rendements en baisse, durcissement de la fiscalité... ces dernières années n'ont pas été tendres pour les managers de LBO. Aussi on ne s'étonnera pas de les voir plus circonspects quant aux espoirs de rendements et aussi plus coriaces à la table des négociations. « Aujourd'hui ils considèrent tous les scénarii avec la même atten-

tion, et pas seulement les plus optimistes. Conscients que le champ des possibles s'est élargi, ils négocient de façon plus attentive leur rétrocession de plus-values en cas de TRI faible ou moyen », relate Frédéric Jannin, associé fondateur d'Oloryn Partners, récent conseil du management de Sebia, lors de sa reprise par Astorg et Montagu PE. La baisse des rendements

ou les difficultés rencontrées par certains LBO sur fond de crise n'ont cependant pas affecté leur prise de risque capitalistique : « De manière générale, ils réinvestissent de façon tout aussi significative aux côtés des sponsors. Par prudence, ils auront toutefois tendance à négocier à la baisse le seuil de déclenchement du partage de la plus-value », rapporte Nicolas Menard-Durand, associé de Scotto & Associés, récent conseil de ParexGroup pour sa reprise par CVC.

Diminuer le risque

La crise aura cependant mis un frein à l'élargissement du cercle des managers actionnaires. « Sauf pour le cas des opérations secondaires ou ultérieures où il n'y a pas de raison que le cercle se restreigne, la tendance est plutôt à le limiter aux seuls dirigeants clefs », observe Frédéric Jannin. Typiquement, les DRH n'y auront plus autant leur place qu'auparavant. De même, la mode n'est plus à la participation généralisée des salariés au capital, bien que cela dépende aussi de la culture d'entreprise. « En tout cas, GPs et dirigeants y réfléchissent à deux fois. Avec des LBO qui ont connu des difficultés, certains ont dû faire face à des situations compliquées où la démotivation avait gagné l'ensemble des collaborateurs voyant fondre leur investissement. Une solution qui se développe est de diminuer le risque pris par les salariés et managers en cas de TRI faible ou moyen, en



Photo : DR

« Les dirigeants réinvestissent autant qu'avant la crise »

Nicolas Menard-Durand,
associé Scotto & Associés.

contrepartie d'un rendement moindre en cas de TRI élevé », ajoute l'associé d'Oloryn, qui a également conseillé Europe Snacks, en novembre dernier, pour son cinquième LBO orchestré par Apax Partners.

Une autre conséquence de la crise pour le management se situe au niveau des processus de vente, les open bids ayant laissé place à des négociations de gré à gré, avec un nombre très limité d'acquéreurs potentiels. « Pour le management, cela signifie que le choix s'est considérablement réduit. De plus, au niveau des management packages, les alternatives sont également devenues moins nombreuses en termes d'instruments

financiers, après la réforme du régime fiscal des plus-values. Résultat, les managers français, qui étaient déjà désavantagés par rapport à leurs confrères étrangers, évoluent dans un univers très contraignant », souligne Pierre-Olivier Bernard, associé fondateur du cabinet Opleo Avocats.

SOUS LA PRESSION DU HIGH YIELD

Si gérer une entreprise sous LBO s'apparente à un sport de haut niveau, alors gérer une entreprise sous LBO et financée par du high yield tient du sport extrême. De fait, une émission obligataire sur le marché est une petite IPO en soi qui met en première ligne le management. « Cela réclame énormément de temps et d'efforts de la part des dirigeants », rapporte Eric Delorme, directeur général associé de Callisto, qui a conseillé, le mois dernier, Labeyrie Fine Foods lors de l'entrée de PAI Partners. « En engageant largement le management dans la levée de la dette, le high yield accroît sensiblement son exposition et donc ses responsabilités. En outre, cela l'oblige à travailler très en amont des opérations », ajoute Pierre-Olivier Bernard, associé d'Opleo Avocats. Il y a toutefois une compensation à cette pression : « Davantage d'implication signifie aussi un levier supplémentaire dans les négociations avec les sponsors », souligne Nicolas Menard-Durand, associé de Scott & Associés.



Photo: DR

Eric Delorme,
*directeur général
associé de Callisto.*

Ces deux dernières années, outre le durcissement du régime d'imposition des plus-values mobilières, la quasi totalité des instruments relatifs utilisés dans les management packages ont vu leur fiscalité ou leur utilisation évoluer en défaveur du contribuable. Stock options, attributions gratuites d'actions (AGA)

et options d'achat sont ainsi devenues très fortement taxées. Depuis le 1^{er} janvier, il faut également composer avec la défense expresse de loger dans le PEA des bons de souscriptions d'actions (BSA) et des actions de préférence (ADP) - deux supports qui

étaient largement utilisés dans les management packages français. « En conséquence, leur structuration a évolué vers davantage d'investissements en sweet equity. L'utilisation des BSA ratchet est quant à elle devenue trop pénalisante », remarque Eric Delorme, qui a conseillé une dizaine d'opérations cette année, dont dernièrement Ceva, Vedici, Labeyrie et Custom Censors & Tecnologies.

Deux ManCo

Dans sa nouvelle version plus restrictive, le PEA pose un autre problème. Car si l'on peut y conserver les BSA



Opérations complexes Réponses précises

Devenu aujourd'hui l'un des plus grands cabinets d'avocats au monde, Mayer Brown compte 1800 avocats répartis dans 22 bureaux en Amérique, en Europe et, depuis la fusion avec Johnson Stokes & Master, en Asie. A Paris, 80 avocats conseillent une clientèle française et internationale sur les transactions et les contentieux les plus divers et les plus sophistiqués.

Le cabinet intervient notamment en matière de :

- Arbitrage International
- Assurances
- Aviation
- Concurrence et Distribution
- Contentieux
- Création et Structuration de Fonds
- Droit Boursier et Marché de capitaux
- Droit Social
- Financement
- Fiscalité
- Fusions Acquisitions et Restructurations
- Immobilier
- Droit de la Commande Publique - PPP

Chambers Partners Europe - 2014 : classé "Band 1" en Private Equity

Legal 500 Paris et Legal 500 EMEA - 2014 : classé "Tier 1" en Private Equity

Magazine des Affaires : « Conseil fiscal de l'année » en 2014 en Structuring fiscal LBO

« Le management considère désormais tous les scénarii »

Frédéric Jannin,
associé Oloryn Partners.

et les ADP qui y ont été placés avant le 1^{er} janvier, on ne peut plus en revanche utiliser un plan contenant de tels instruments pour réinvestir dans une nouvelle opération.

« De deux choses l'une : soit le manager casse son PEA si celui-ci a moins de huit ans, soit il le maintient pour l'utiliser comme collatéral à un prêt bancaire qui lui permettra de réinvestir. Toutefois, cette alternative assez complexe est délicate à mettre en œuvre », souligne Frédéric Jannin.

La problématique se pose également pour les titres de ManCo - qui peuvent être logés dans un PEA - dès lors que celle-ci affiche des BSA ou des ADP à son actif. Il faut toutefois distinguer les opérations primaires des opérations secondaires : « Dans le premier cas, on s'expose inévitablement à un carton rouge de l'administration fiscale. Dans le second cas, il est encore possible de lui opposer des arguments dans l'hypothèse d'un redressement », souligne Alexandre Dejardin, associé de Mayer



Brown, qui a récemment conseillé Alkan pour son MBO bis. Toujours est-il que les experts préconisent maintenant la création de deux ManCo, l'une dédiée aux instruments de ratchet (hors PEA donc), et l'autre dédiée aux actions ordinaires.

Gare au percepteur

Le respect de la réglementation est d'autant plus impératif que l'administration fiscale est devenue très stricte. Pour preuve, ses contrôles ont rapporté 18 Md€ l'année dernière (14,3 Md€ en redressements plus 3,7 Md€ en pénalités), soit 1 Md€ de plus qu'en 2012. Les dirigeants doivent partir du principe qu'en cas de management package logé dans un PEA, elle tentera systématiquement le redressement. Pour sa part, le comité des abus de droit, qui apprécie notamment les cas de déguisements de salaire en plus-value, n'aurait pas durci sa position envers les managers de LBO. « Mais l'administration fiscale continue assez régulièrement à ne pas suivre ses avis quand ceux-ci sont favorables aux managers », constate Laurent Borey, associé co-responsable de l'activité fiscale de Mayer Brown. Dans les tractations, l'administration se révèle aussi plus coriace et gourmande. Une circulaire a été diffusée,

Fin du "free lunch" en Bourse

Le marché coté, enfin ouvert aux sorties de LBO après six années de fermeture, a lui aussi dû s'adapter au nouveau contexte fiscal. Fortement pénalisées, les stock options, qui constituaient la base des management packages avec les actions gratuites, sont de moins en moins utilisées. Comptant parmi les instruments les moins détériorés, les secondes restent en revanche de

mise. « Mais désormais les plans d'actions gratuites sont parfois couplés à une partie payante. Les actionnaires sont en effet moins enclins à donner un "free lunch" aux managers, ils veulent aussi s'assurer de leur motivation à travers une prise de risque personnelle », rapporte Jean-François Louit, associé de Scotto & Associés, qui a conseillé Elixir pour son IPO, en juin dernier.

Une autre voie explorée actuellement par certains groupes est l'attribution gratuite d'actions de préférence. « Elles sont certes plus complexes à calibrer dans un univers coté, mais elles présentent certains avantages par rapport aux actions ordinaires dont, notamment, un coût qui peut être moindre pour l'émetteur », explique Jean-François Louit, qui a également conseillé GTT lors de son introduction sur Eurolist A, en février dernier.

« Le management doit être à risque dans la plus-value »

Christopher Laloz, associé Mayer Brown.

demandant à ses agents de ne jamais négocier en deçà de la moitié de la pénalité applicable en cas de redressement. Ainsi, pour une majoration potentielle de 80 %, l'administration cherchera à obtenir au minimum 40 %. « C'est nouveau et c'est appliqué de plus en plus strictement », prévient Laurent Borey. Enfin, à la lumière de la jurisprudence, il ressort un grand principe directeur pour se protéger des foudres du "fisc" : le manager doit prendre un risque capitalistique. « L'investissement du management doit donc représenter une part significative de

la plus-value. De même, les seuils de déclenchement de plus-value doivent être assez élevés de manière à le mettre en position de risque », souligne Christopher Laloz, associé de Mayer Brown. En d'autres termes, c'est l'administration qui intime aux managers de LBO de placer haut la barre... considérant peut-être que les pigeons savent de toute façon voler. ■



Photo : DR

Grands Prix CFNEWS de la croissance externe 2014

Mardi 20 mai a eu lieu la 7^{ème} édition des Grands Prix CFNEWS de la Croissance Externe. Le jury, composé des plus grands acteurs de la profession, a récompensé six sociétés qui se sont particulièrement distinguées par leur parcours de croissance.

LARGE CAP INTERNATIONAL : PUBLICIS GROUPE



PUBLICIS GROUPE



Photos : Philippe Castano pour CFNEWS

Trophée remis par :
Frédéric Duponchel, Accuracy et Gilles Amsellem,
Taylor Wessing à Stéphane Estryn, Directeur
Fusions & Acquisitions.

LARGE CAP FRANCE : L'ORÉAL

L'ORÉAL



Trophée remis par :
Alban Neveu, Adventon ; Greg Tringat et Diane Ziri,
RR Donnelley à Hervé Navellou, Directeur Général
France.

MID CAP INTERNATIONAL : FIVES

Trophée remis par :
Isabelle Chazarin,
Neulize OBC et
Xavier Farde, Latham
& Watkins à Frédéric
Sanchez, Président et
Lucile Ribot, Directeur
Financier.



PRIX .COM : WEBEDIA

Trophée remis par :
Philippe Croppi, EASTON CF
à Véronique Morali, Présidente.

webedia™



MID CAP FRANCE : ECONOCOM



econocom

Trophée remis par :
Eric Forest, ENTERNEXT, à Bruno Grossi et Jean-
Maurice Fritsch, Co-Présidents d'Osiatis et membres
du Comité Exécutif d'Econocom.

SMALL CAP RÉGIONAL : LUCIBEL

Trophée remis par :
Pierre Tiers, CM-CIC Capital Finance à
Frédéric Granotier, Président-Directeur général.

lucibel
Lighting innovation

