

CFNEWS

magazine

MAI 2016- N°10

LBO

Managers et
GPs avancent
de concert

M&A

LARGE CAP :
le recentrage stratégique
anime le marché

IMMOBILIER COTÉ :
la course à la taille

Due diligence

Les acteurs du small et mid cap
prennent leurs marques

Levée de fonds

Le moral (presque) au beau fixe



Retrouvez tous les lauréats de la 9^{ème} édition
des Grands Prix CFNEWS de la Croissance Externe

Une rencontre «à déguster entre amis»



Christophe Fenart,
PDG d'Europe Snacks,
leader français
des biscuits salés
en MDD.



Badri Ben Grine,
Directeur chez CM-CIC
Investissement, spécialiste
des métiers de haut
de bilan répondant aux besoins
de financement en fonds
propres des entreprises.

Le choix

Christophe Fenart

CM-CIC Investissement est entré au capital d'Europe Snacks comme co-actionnaire à l'occasion d'un LBO en 2013. Sur fond de changement d'actionnaire majoritaire, l'opération consistait à faire monter l'équipe dirigeante au capital.

Badri Ben Grine

Europe Snacks est une entreprise que nous suivons depuis ses débuts. Nous avons même été actionnaires à plusieurs reprises au cours des 15 dernières années. Nous avons développé un partenariat avec cette belle ETI vendéenne, d'abord avec la famille fondatrice puis avec Christophe Fenart et son management, à l'occasion d'une nouvelle opération de transmission réalisée fin 2013 et conduite par nos confrères d'Apax.

La relation

Christophe Fenart

Cela faisait longtemps que je souhaitais travailler avec les équipes de CM-CIC Investissement, en raison de leur réputation de partenaires fiables qui accompagnent les entreprises dans la durée. C'est pour moi très important d'avoir, aux côtés d'un fonds majoritaire, des investisseurs qui ont vocation à rester plus longtemps au capital et m'apportent de la stabilité.

Badri Ben Grine

Le groupe est doté d'une forte culture de l'innovation produit et d'une très grande maîtrise des process de fabrication.

Des atouts clés pour mettre un investisseur en confiance.

Les ambitions

Christophe Fenart

Nous avons l'ambition de réaliser 50 % de notre chiffre d'affaires à l'export d'ici dix ans. Nous misons notamment sur la tuile qui représente en Europe un marché d'1 milliard d'euros. Nous développons aussi une logique de licences (Marvel, PSG) qui nous permet de travailler des cibles consommateurs très précises, tout en évitant d'engager des frais de marketing trop importants comme pour une marque propre.

Badri Ben Grine

Emmené par une équipe ambitieuse, Europe Snacks a fait du développement à l'international et de l'élargissement de ses canaux de distribution ses priorités. C'est cette feuille de route très claire qui nous a séduits. Et depuis notre entrée au capital, l'entreprise est au rendez-vous de cette belle histoire.

En savoir plus sur cette rencontre ?
Retrouvez l'interview complète
de Christophe Fenart dans la rubrique
« Carnets de rencontres » sur
www.cmcic-investissement.com



Sommaire

CFNEWS MAGAZINE. N°10 - MAI 2016



Wolfgang Zwanzger/ Fotolia.com

- | | | |
|----|--|--|
| 5 | Edito
Chiche !..... |  |
| 6 | Grands Prix CFNEWS de la Croissance Externe
Retrouvez tous les lauréats de la 9 ^{ème} édition |  |
| 12 | M&A
LARGE CAP :
le recentrage stratégique anime le marché |  |
| 26 | IMMOBILIER COTÉ :
la course à la taille |  |
| 30 | LBO
Managers et GPs avancent de concert |  |
| 40 | Due Diligence
Les acteurs du small et mid cap
prennent leurs marques |  |
| 54 | Levée de fonds
Le moral (presque) au beau fixe |  |

CFNEWS
magazine

LE MAGAZINE DIGITAL DE CFNEWS

Disponible sur le site web : www.cfnews.net. Société éditrice : CORPORATE FINANCE NEWS, SAS au capital de 59 200 Euros. Siège Social : 1, boulevard de la Madeleine - 75001 Paris (France). Immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 500 442 652. Directrice de la publication : Agathe ZILBER. Rédaction : redaction@cfnews.net. Abonnement-Publicité : Anne DAUBA. Direction artistique : Jean BOURGOIN. Ont participé à ce numéro : Luc BONTEMPS, Sophie DA COSTA, Anne JOLY, Jean-Philippe MAS. Hébergeur : SMILE S.A., 48 rue de Villiers, 92300 Levallois, France.

© Tous droits réservés CFNEWS 2016 - Crédit couverture : Wolfgang Zwanzger/ 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.

DIRIGEANTS OU ACTIONNAIRES CÉDANTS,

vous souhaitez optimiser la fiscalité de
vos plus-values de cession ?

Apicap vous accompagne avec des solutions sur-mesure éligibles au **régime de l'apport-cession** !

Le régime de l'apport-cession (art. 150-0 B et 150-0 B ter du CGI) nécessite l'apport des titres à une holding préalablement à la cession et permet de bénéficier d'un report d'imposition, notamment à condition de réinvestir au moins 50 % du produit de cession dans des entreprises. Apicap vous offre un accès à des opportunités d'investissement sur-mesure permettant de réinvestir dans des PME non cotées.

L'investissement en titres de PME non cotées présente un risque de liquidité ainsi qu'un risque significatif de perte en capital.



APICAP
INVESTIS DANS L'AVENIR DES PME

POUR EN SAVOIR PLUS :

Tél. : +33 (0)1 82 28 18 00 / www.apicap.fr

APICAP, un acteur de référence du Capital Investissement

- 15 ans d'expérience,
- 25 professionnels du Capital Investissement,
- 6 associés entrepreneurs,
- 480 M€ d'actifs investis dans l'économie réelle,
- 400 dirigeants accompagnés,
- Un club unique de 500 entrepreneurs.

APICAP - 2, rue Goethe - 75116 Paris

Société de gestion de portefeuille • Agrément AMF n° GP 01-033 • S.A.S au capital de 302 338 € • RCS Paris B 438 749 962

Edito

Chiche !

« Chiche ! » a lâché Emmanuel Macron, le ministre de l'Economie, lors de la dernière conférence annuelle de l'Afic, plaidant pour un *private equity* plus fort et mieux doté. Il a adoubé l'objectif ambitieux, souhaité par le prochain Président de l'Afic, d'atteindre les 20 Md€ de levées pour les fonds du non coté d'ici cinq ans (lesquels ont déjà réussi, en 2015, à en rassembler 10 Md€). Pour rappel, c'est 590 Md\$ qui ont été réunis, l'an passé, dans le monde. Merci aux taux d'intérêt bas mais aussi aux GPs qui ont gagné « en habileté et progressé dans la maîtrise du risque », selon Antoine Dréan, associé de Triago. Même si pour le *mid cap* hexagonal, avec près de 30 équipes à la recherche de subsides, la tâche reste ardue car il faut se différencier (lire page 54). Et investir.

Un rôle auquel les fonds se plient pourtant avec enthousiasme, le segment du *small* et *mid cap* étant le plus actif du marché. Un dynamisme qui profite aux conseils et, notamment à la nouvelle génération d'acteurs des *due diligences*, qui, en moins d'une décennie, ont su s'inviter dans les *Transactions Services* (TS) et d'autres services liés au haut de bilan des PME et ETI. Cette 10^{ème} édition du magazine CFNEWS leur consacre un dossier spécial, de Paris à Lyon (lire page 40).

Investir, c'est aussi, dans le *private equity*, réussir son *deal* avec l'équipe de direction.



Photo : Anca Partouche - Ankalab

Face à la montée des prix, le *management package* doit être incitatif et appréhender les aspects fiscaux. Un sujet toujours sensible qui a retrouvé une actualité avec le régime assoupli par la Loi Macron pour l'attribution gratuite d'actions (AGA). Pour les avocats et conseils spécialisés, la prudence reste de mise dans leur utilisation (lire page 30).

Dernier focus de ce numéro, les grands mariages entre *corporate*. Motivés par le recentrage stratégique, de nouveaux ensembles ont essaimé à l'instar de Nokia/ Alcatel-Lucent, Air Liquide/Airgas, Arval/GE Fleet Services. L'immobilier coté fait aussi la Une et l'année 2016 démarre fort, dans ce secteur, avec la bataille boursière pour les bureaux de Foncière de Paris entre Eurosic et Gecina (lire page 12 et page 26). ■

Agathe ZILBER, directrice de la publication.



Grands Prix CFNEWS de la Croissance Externe



La 9^{ème} édition des Grands Prix CFNEWS de la Croissance Externe, s'est tenue le 24 mai dernier dans les salons du Cercle de l'Union Interalliée devant 450 personnes. Le jury, composé d'experts du secteur, a récompensé sept sociétés pour leur parcours remarqué en M&A. Zoom sur les lauréats.



Photo : David Peil



GRANDS PRIX 2016
DE LA CROISSANCE EXTERNE
— CFNEWS —

Les lauréats 2016



Large cap international : ACCORHOTELS



Photo : David Pell

De gauche à droite : Nicolas Broussau, Directeur fusions-acquisitions ACCORHOTELS
- Jean Robert Bousquet, Associé CMS Bureau Francis Lefevre - Claire Deguerry Associée Deloitte
- Jean Jacques Morin, Directeur Financier ACCORHOTELS.



Large cap France : ELSAN



Photo : David Pell

**De gauche à droite : Guillaume Matinez, Partner in M&A Transaction Services Deloitte
- Simon Levy, Secrétaire Général ELSAN - David Sylberg, Directeur Général Délégué-Finances
ELSAN - David de Pariente, associé Gordon S. Blair.**



Mid cap international : TRIGO



Photo : David Pell

Aban Neveux, Directeur Général Advention Business Partners - Mathieu Rambaud, Président TRIGO.



Avec la participation
de la Maison du Whisky





Mid cap France : GROUPE COLISÉE *ex aequo*



Photo : David Pell

De gauche à droite : Olivier Millet, Président du Directoire d' Eurazeo PME - Christine Jeandel, Présidente du GROUPE COLISÉE - Franck Noat, Associé Gérant N+1.



Mid cap France : GROUPE BERTRAND *ex aequo*



Photo : David Pell

De gauche à droite : Philippe Lefébure, Senior corporate banker, Head of Financial Entrepreneurs client-portfolio - Isabelle Chazarin, Directeur Neuflyze OBC - Olivier Bertrand, Président du GROUPE BERTRAND - Olivier Grumbach, Directeur associé du GROUPE BERTRAND.



Prix Régional : GROUPE CLS



Photo : David Pell

De gauche à droite : Iva Colom Toro, juriste GROUPE CLS - Vanessa Conter, Directrice Financière Groupe CLS - Christophe Vassal, Directeur Général Groupe CLS - Pierre Tiers, Membre du Directoire CM-CIC Investissement.



Prix de l'Innovation : BLABLACAR



Photo : David Pell

De gauche à droite : Jean-David Chamboredon, Président ISAI - Loraine Habib, Corporate Development Manager BLABLACAR - Greg Tringat, Sales Director RR Donnelley.



Avec la participation
de la Maison du Whisky





fox17/ Fotolia.com

Le recentrage stratégique anime le marché

Nokia/Alcatel-Lucent, Merck/Boehringer, Air Liquide/Airgas... autant de *deals* nourris par le repositionnement des uns et le gain de parts de marché des autres. _____

Par Jean-Philippe Mas



Lors de la présentation des *M&A Trends 2016* de Deloitte en mars dernier, le montant en volume du M&A mondial atteignait 4,411 Mds\$, largement plus que les 3,230 Mds\$ de

2014. Soit un millésime de bonne facture, correspondant au niveau d'avant-crise. Et ce malgré l'échec du mariage entre Pfizer et Allergan pour 160 Md\$ (annulé par le Trésor américain en raison

des nouvelles dispositions sur les opérations d'inversion fiscale). Dans l'Hexagone, l'étude du Big 4 recensait 2561 opérations (chiffres Thomson Reuters) pour un montant total de 77,2 Md\$, soit une baisse sensible de près de 40 % par rapport aux 129 Md\$ relevés pour 2014. Les *deals* internationaux y ont contribué grandement car seule la cession franco-française de 51 % du capital d'Areva NP à EDF pour 2,7 Md€ s'inscrit dans le top dix des plus importantes opérations M&A (voir tableau CFNEWS page 14).



Photo : DF

Un Finlandais en France

« **L**'an passé, la plupart des opérations de M&A stratégiques se sont inscrites dans une dynamique de consolidation européenne (Nokia/Alcatel-Lucent) ou de rapprochements franco-américains (Capgemini/I-Gate ou Air Liquide/Airgas) », précise Pascal Bine, associé de Skadden, lequel a conseillé Nokia sur son offre publique d'échange d'Alcatel-Lucent, le valorisant 15,6 Md€ - soit l'opération la plus importante de 2015. Elle s'inscrit dans sa stratégie de recentrage sur les réseaux après la cession de son activité téléphones mobiles à Microsoft mais également dans une volonté de gains de parts de marché. Or, Alcatel-Lucent bénéficiait d'implantations fortes dans les réseaux aux Etats-Unis. Pour mener à bien cette opération,

« Les sociétés cotées françaises restent des cibles privilégiées pour les fonds activistes »

Pascal Bine, associé Skadden.

qui nécessitait l'accord du ministre de l'économie, Nokia a dû faire des concessions. « Dans le cadre des opérations d'envergure relevant du contrôle des investissements étrangers en France, l'acquéreur étranger est souvent amené à souscrire des engagements "politiques" (maintien de l'emploi, etc.) qui sont négociés au niveau des cabinets ministériels parallèlement à la revue de l'opération par le bureau des investissements étrangers à Bercy », ajoute l'associé. Car les acquéreurs étrangers ne sont, sur les secteurs

LES 10 PLUS IMPORTANTES OPÉRATIONS M&A IMPLIQUANT UNE PARTIE FRANÇAISE EN 2015

NOM	MONTANT *	ACQUÉREURS
ALCATEL LUCENT	15 600	NOKIA
AIRGAS	12 500	AIR LIQUIDE
MERIAL	11 400	BOEHRINGER INGELHEIM
ACTIFS HOLCIM-LAFARGE	6 500	CRHE
IGATE	3 600	CAPGEMINI
NORBERT DENTRESSANGLE	3 240	XPO LOGISTICS, ELLIOTT
AREVA NP	2 700	EDF
FRHI	2 600	ACCORHOTELS
GE CAPITAL FLEET SERVICES	2 400	ARVAL
NEPTUNE ORIENT LINES	2 230	CMA CGM

*en M€

SOURCE : CFNEWS

stratégiques, pas accueillis les bras ouverts, en France comme à l'étranger. « Les Etats-Unis ont apposé leur veto à des opérations d'acquisitions d'entreprises américaines par des groupes chinois », rappelait lors de la présentation *M&A Trends*, Sami Rahal, associé responsable de l'activité *Financial Advisory* de Deloitte.

Mariage avorté de Bouygues Telecom

Autre constat de l'associé de Deloitte : « Les méga deals entraînent de facto des cessions demandées par les autorités de la concurrence ou des réorganisations naturelles de marché. » En 2014, la fusion Numé-

ricable-SFR pour 13 Md€ - marquant le début de la réorganisation des grands conglomérats et opérateurs télécom en France - a engendré une poignée d'autres opérations. Ainsi, Vivendi a cédé, pour 3,9 Md€, les 20 % qui lui restait dans l'entité fusionnée Numéricable-SFR (Altice reprenant 10 % et la cible s'adjudgeant le solde). L'année 2016 aurait pu voir un autre mariage d'envergure (autour de 10 Md€), celui de Bouygues Telecom avec Orange, mais finalement il n'a pas eu lieu (il n'est cependant pas exclu que le dossier revienne sur la table). Enfin, le cas de la vente par Lafarge Holcim à l'irlandais CRH pour 6,5 Md€ d'un ensemble d'actifs en Europe, au Canada, au Brésil et aux Philippines, provient

SÉLECTION DE TRANSACTIONS RÉALISÉES EN 2016

Janvier 2016

**Omnes Capital, Parquest
Capital et Vivalto**
ont cédé



à CDCIC, Mubadala et MACSF

Conseil des Vendeurs

Janvier 2016

LBO Partenaires
a cédé



Conseil du Vendeur

Janvier 2016



a acquis

CID LINES

Believe in hygiene!

Conseil de l'Acquéreur

Février 2016

Les actionnaires familiaux
ont cédé



à



JOHN DEERE

Conseil des Vendeurs

Février 2016



ont acquis



auprès de **Riverside**

Conseil des Acquéreurs

Février 2016



a cédé la majorité de son
capital à



Conseil du Vendeur

Février 2016



a cédé



à **LFPI** associé à **bpifrance**
et au management

Conseil du Vendeur

Avril 2016



a recomposé
son actionnariat et
refinancé sa dette

Conseil du Groupe

Mai 2016



a acquis



L'AMOUR DU BEAU LINGE



Conseil de l'Acquéreur

CONSEIL EN FUSIONS-ACQUISITIONS

Natixis Partners, anciennement Leonardo & Co. France, est l'entité de Natixis dédiée au Conseil en Fusions-Acquisitions pour les transactions Midcap et les transactions Private Equity de toutes tailles. En 5 ans, elle a conseillé plus de 150 opérations M&A avec toutes les typologies d'acteurs économiques.



Photo : DR

« *Les méga deals entraînent de facto des cessions* »

Sami Rahal,
associé, responsable
de l'activité **Financial
Advisory Deloitte.**

d'une cession exigée par Bruxelles à la suite de la fusion des deux cimentiers en 2014. L'organe européen avait en effet émis des réserves concernant de futures positions dominantes dans certains pays européens.

Recentrage stratégique

Cherchant toujours à pérenniser leurs relais de croissance, les grands groupes poursuivent leur recentrage. En novembre dernier, le géant pharmaceutique Sanofi annonçait sa décision de se désengager de la santé animale et des génériques en Europe pour se développer dans la sclérose en plaques, l'oncologie, l'immunologie et la santé grand public. Peu de temps après, il cédait Merial, son département santé animale pour 11,4 Md€ à l'allemand Boehringer Ingelheim, et ce, en échange de son activité santé grand public hors

Chine. « Dans la pharmacie, la consolidation est dictée par des impératifs de marché : la R&D coûte cher et les profits sont liés à quelques *blockbusters* », rappelle Sami Rahal. Le but de ces opérations est double, d'un côté gagner des parts de marchés à l'international et bénéficier de synergies avec des activités complémentaires, mais également

d'abandonner des filiales que le cédant juge *non core*.

Afin de se concentrer sur ses activités industrielles, GE a décidé de céder pour 200 Md\$ d'actifs dans sa filiale de services financiers, GE Capital. Ce dernier a ainsi vendu son activité mondiale de gestion de flotte automobile au canadien Element Financial. La partie européenne est revenue à BNP Paribas, au travers de sa filiale spécialisée dans la location automobile de longue durée aux entreprises, Arval. « C'est une opération d'acquisition très importante pour BNP Paribas », souligne Franck De Vita, associé de White & Case. Autre exemple dans ce secteur : Parcours, un concurrent d'Arval, a été cédé par Wendel à ALD Automotive, filiale de la Société Générale pour 300 M€. « Les cessions de GE Capital ont dynamisé le secteur des FIG en Europe. Les

Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP



Skadden

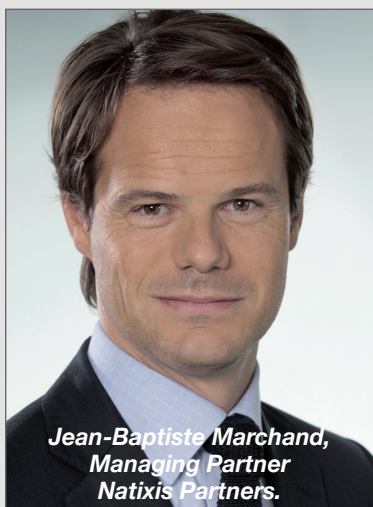
68, rue du Faubourg Saint-Honoré | 75008 Paris | T: 01 55 27 11 00 | F: 01 55 27 11 99

Les domaines d'activité :

Fusions-acquisitions, marchés de capitaux, enquêtes et contentieux internationaux, contentieux et arbitrage, droit bancaire, fiscalité, droit social, gouvernance familiale et ingénierie patrimoniale.

LES INDUSTRIELS FRIANDS DE BELLES CIBLES EN LBO

Dans leur politique d'acquisitions, les *corporate* s'intéressent de plus en plus aux entreprises en LBO. Selon les statistiques de CFNEWS, 63 sociétés en LBO ont été reprises par des industriels depuis le 1^{er} janvier 2015 (voir le tableau complet en lien page 24). L'opération la plus importante a été réalisée ce 1^{er} semestre, avec la cession de SMCP (Sandro, Maje, Claudie Pierlot) au chinois Shandong Ruyi pour 1,3 Md€. Dans ce cas précis, la cible cherchait un investisseur capable de supporter la croissance du groupe en Asie. Autre cas de figure tout récent : l'acquisition



Jean-Baptiste Marchand,
Managing Partner
Natixis Partners.

Photo : DR

de SGD Pharma par la holding publique chinoise JIC pour une valorisation supérieure à 700 M€. Détenue par Oaktree depuis 2010, le fabricant de flacons en verre pour l'industrie pharmaceutique, a été préempté. L'an passé, le rachat de Vitalia, cédé par Blackstone à Elsan - détenu à 65 % par CVC - pour près d'1 Md€ avait

déjà marqué les esprits. Dans le mid-cap, la concurrence entre les différents acteurs est aussi accrue. « Deux typologies d'acquéreurs s'affrontent : l'industriel mise sur les synergies potentielles et les gains de parts de marché tandis que le fonds signe un contrat de

confiance à moyen terme avec le management en place », précise Jean-Baptiste Marchand, *Managing Partner* de la banque d'affaires Natixis Partners, lequel a par exemple accompagné le groupe Chéreau dans le cadre de son rapprochement avec l'espagnol Sor Iberica ainsi que les actionnaires du groupe Edouard Denis lors de la cession de 55 % à Nexity.

Les ETI familiales sont également concernées. « S'il n'y a plus de volonté, au sein de la famille fondatrice, de poursuivre l'activité, le choix de l'industriel ou du fonds s'impose », ajoute Jean-Robert Bousquet, associé de CMS BFL, lequel conseille régulièrement des familles notamment dans le secteur industriel. ■

prochaines acquisitions seront principalement justifiées par une diversification sur des activités spécialisées susceptibles de générer des revenus substantiels, sans trop impacter les ratios de solvabilité de la banque », ajoute l'associé.

Expansion internationale

L'international reste le principal moteur du M&A *large cap*. Et les Etats-Unis font toujours rêver. Air Liquide n'a pas hésité à financer 12,5 Md€

**Créé en 1901 à Wall Street et présent à Paris depuis 1926,
White & Case est un cabinet d'avocats d'affaires international.**

En France, plus de 180 avocats apportent leur expertise tant
en conseil qu'en contentieux, dans tous les domaines clés
du droit des affaires.

White & Case accompagne quotidiennement des
clients français et internationaux : sociétés cotées et
non-cotées, banques, fonds d'investissement et grands
groupes industriels, investisseurs privés et institutions
gouvernementales.

whitecase.com





Photo : DR

« *Les cessions de GE Capital ont dynamisé le secteur des FIG en Europe* »

Franck de Vita, associé White & Case.

le rachat d'Airgas, pour renforcer fortement ses positions sur le territoire américain. L'offre du groupe français a été approuvée par le conseil d'administration de la cible (contrairement à la proposition de son homologue américain Air Products, il y a quelques années). De son côté Capgemini, *leader* européen sur le marché des entreprises de service numérique (ESN) a valorisé Igate 3,6 Md€ pour faire du marché américain son principal pourvoyeur de revenus. Attirées par la profondeur des marchés, les ETI sont aussi à l'affût de beaux dossiers hors des frontières. « La justification du M&A pour les ETI en France est d'accélérer ou de démarrer leur construction européenne », indique Michel Degryck, associé de la boutique d'affaires Capitalmind qui a notamment accompagné le groupe lyonnais Réel dans l'acquisition de l'ancienne filiale suisse de Rio Tinto Alcan, Alesa.

Dans le secteur de l'hôtellerie, l'acquisition par AccorHotels du propriétaire des enseignes Fairmont, Raffles et SwissHotels (détenues par le canadien FRHI) pour 2,64 Md€ a marqué l'année. Pour ce faire, le groupe hôtelier de luxe réalise une augmentation de capital réservée de 46,7 millions de titres au profit de Qatar Investment

Authority (QIA) et Kingdom Holding Company of Saudi Arabia (KSA), qui deviendront de fait les principaux actionnaires d'AccorHotels, aux côtés du chinois Jin Jiang, déjà propriétaire de Louvre Hotels, pour 1,3 Md€, depuis plus d'un an. « Le très haut de gamme fait l'objet d'une course à la taille assez impressionnante avec une présence forte d'investisseurs étrangers », indique Franck De Vita.

Le rôle clé du conseil

À noter que peu d'américains se sont distingués cette année, à l'achat, sur le sol tricolore en *large cap* hormis le groupe coté XPO Logistics qui s'est emparé de Norbert Dentressangle pour 3,24 Md€. L'acquéreur cherchait un point d'ancrage en Europe et des opportunités de croissance dans un marché de la logistique européen en

Etude CMS 2016 sur les fusions-acquisitions en Europe

- 391 opérations analysées ;
- Une approche comparée régionale et sectorielle des tendances ;
- Une mise en perspective des résultats depuis 2010 ;
- Une comparaison des pratiques américaines et européennes.

Principaux résultats :

- un recours accru aux ajustements de prix post-closing ;
- une assurance de garantie de passif qui s'impose ;
- une baisse des plafonds et des périodes de garantie dans les contrats de garantie d'actif et de passif ;
- un recours à l'arbitrage stable.

Pour plus d'informations : www.cms-bfl.com



CMS Bureau Francis Lefebvre, 2 rue Ancelle, 92522 Neuilly-sur-Seine Cedex, France
T +33 1 47 38 55 00

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

Un axe M&A franco-allemand fort

Selon une étude récente de PWC, 59 entreprises françaises ont réalisé des acquisitions en Allemagne, ce qui constitue un record depuis l'an 2000, et 30 sociétés allemandes ont investi en France. L'opération phare de l'année passée a été l'offre publique d'achat suivie du retrait de cote de BHF Kleinwort Benson Group par Oddo & Cie pour une valorisation proche de 760 M€. Dans la santé, on a assisté à la reprise par le fonds Antin IP d'Amedes, l'un des plus grands laboratoires de diagnostic médical pour plus de 700 M€ et le rachat de Uetikon par Novacap pour 126 M€. « L'attractivité du *Mittelstand* allemand est reconnue notamment auprès des *corporate*

étrangers qui y voient un bon moyen de s'implanter sur le territoire mais également à l'international. Ces opérations peuvent se faire notamment de gré à gré, avec au départ un contrat de partenariat qui se transforme en prise de participation capitalistique », précise Olivier Lorang, directeur Transaction Services de PwC France. L'Hexagone séduit toujours autant les entreprises allemandes. « Celles-ci viennent chercher des gens qualifiés, l'accès à des infrastructures performantes et une consommation intérieure toujours présente mais également l'ouverture à de nouveaux marchés tels que les pays d'Afrique du Nord », ajoute Alexandra Rohmert, associée de CMS BFL et spécialisée dans les



Photo: DR

Alexandra Rohmert,
associée de CMS BFL.

dossiers franco-allemands. Illustration de cette attractivité du marché allemand, des conseils M&A viennent de s'y implanter. Capitalmind s'est rapproché de son confrère Equigate basé près de Francfort, tandis que Bryan Garnier a racheté Cartagena Capital, spécialisé dans les nouvelles technologies et le capital risque. ■

pleine consolidation. A l'issue de l'opération, il voulait retirer Norbert Dentresangle de la cote mais il s'est heurté à un fonds activiste. En effet, l'américain Elliott, en achetant 10% du capital, a pu bloquer tout processus de *squeeze-out*. Apparu, il y a une dizaine d'années, l'activisme s'invite en France avec plus de

difficultés qu'outre-Atlantique. « Les sociétés cotées françaises restent des cibles privilégiées pour les fonds activistes (la France est le 2^{ème} pays ciblé en Europe après le Royaume-Uni), malgré une structure actionnariale (blocs de contrôle, actionnaires significatifs, participation de l'Etat) qui rend les campagnes activistes



À la croisée des chemins, la bonne décision prend tout son sens.

Deloitte, ce n'est pas seulement l'offre la plus complète du marché en matière de services aux entreprises. Ce sont surtout des experts, pluridisciplinaires, capables de repérer parmi la multitude de données disponibles, celles qui serviront à l'élaboration de stratégies performantes et personnalisées.

www.deloitte.fr

plus difficiles », indique Pascal Bine, associé de Skadden, lequel est très actif aux Etats-Unis sur ces sujets (lire l'enquête CFNEWS M&A : les fonds activistes fourbissent leurs armes, ci-dessous). Le conseil d'administration joue également un rôle prépondérant dans les rapprochements d'envergure. « Dans les processus d'*open bid* initiés par des sociétés cotées et portant sur des actifs importants, le conseil d'administration doit adopter un mode opératoire destiné à garantir sa parfaite réactivité et prévenir les situations éventuelles de conflit d'intérêts. La mise en place d'un comité ad hoc, composé en majorité d'administrateurs indépendants ou non-intéressés, et le recours à un expert indépendant constituent, de ce point de vue, de bonnes pratiques », ajoute-t-il.

Et 2016 ? La baisse de la croissance chinoise, le risque politique en Europe de l'Est, la présidentielle américaine, puis française : autant d'ingrédients qui ne favorisent jamais le M&A. D'autant que les marchés financiers se grippent. « Nous assistons à une tension sur le marché *high yield* en Europe et une forte volatilité des marchés actions », relève Vincent Batlle, associé responsable des services M&A de Deloitte. « On a pu assister à une résurgence des opérations non-sollicitées et des batailles boursières depuis le début

de l'année, en témoignent les actions de Vivendi vis-à-vis de Gameloft et d'Ubisoft, la bataille entre la Fnac et Conforama pour Darty et l'offre de Sanofi sur le laboratoire américain Medivation », indique Pascal Bine. La valorisation de Darty est ainsi passée de 720 M€ avec une rémunération majoritaire en titres, à 1,16 Md€ principalement payé en numéraire. Il y a quelques jours, Total, souhaitant miser sur le stockage d'électricité, a annoncé son intention de lancer une offre publique d'achat volontaire sur la totalité du capital de Saft pour 950 M€. Et le dépôt par Gecina d'une OPA concurrente de celle d'Eurosic sur Foncière de Paris (lire page 26). Enfin Technip fusionne avec l'américain FMC Technologies pour 13 Md\$. ■

À LIRE AUSSI SUR CFNEWS EN LIGNE

- ➔ [Nokia et Alcatel-Lucent échangent](#)
- ➔ [Sanofi échange Merial pour devenir leader des médicaments sans ordonnance](#)
- ➔ [AccorHotels s'étend dans le luxe](#)
- ➔ [Tableau de toutes les sorties industrielles de LBO depuis le 1^{er} janvier 2015](#)
- ➔ [Les fonds activistes fourbissent leurs armes](#)

TÉLÉCHARGEZ L'ARTICLE



Retrouvez, en continu, toute l'information du Corporate Finance et du Private Equity sur : www.cfnews.net



CFNEWS, le media de référence du Corporate Finance et du Private Equity propose quotidiennement une actualité pertinente et approfondie en France comme à l'international des M&A, LBO, Levées de fonds, nominations, retournement... jumelée à un véritable référentiel de qualité.

Présent sur tous les supports numériques (*ordinateur, tablette et smartphone*), vous recevez en direct toute l'information des acteurs du Corporate Finance.

Pour tout renseignement d'un abonnement adapté à votre besoin, contactez nous sur :

abo@cfnews.net

ou par téléphone au :
+33 (0)1 75 43 73 65





Tiberius Gracchus / Fotolia.com

La course à la taille

Si les SIIC veulent étendre leur patrimoine, elles doivent aussi atteindre une taille critique financière. C'est l'enjeu de la bataille entre Eurosic et Gecina sur Foncière de Paris.

Sophie Da Costa



La consolidation des SIIC toucherait-elle à sa fin ? Depuis la crise de 2007, le secteur des sociétés d'investissement immobilier cotées (SIIC) a fait l'objet d'importants mouvements de rapprochement et de changements de

contrôle, incitant certains à croire que la consolidation du secteur serait désormais bien avancée. « Nombre d'opérations potentiellement attendues ont eu lieu : Société de la Tour Eiffel, SIIC de Paris, Silic, Foncière de Paris, Cegereal, Züblin... »,

liste Nicolas Favre, associé *corporate* et M&A au sein du cabinet parisien De Pardieu Brocas Maffei, qui a conseillé Eurosic dans ses dernières OPA. Parmi les plus importants rapprochements de ces dernières années figurent celle de Corio et Klépierre (2015) et celle, en cours de Foncière de Paris et Eurosic, qui a fait l'objet d'une surenchère surprise par Gecina. Des mouvements symptomatiques d'une grande tendance sur le marché de l'immobilier coté : la course à la taille.

commercial, une place jamais remise en question depuis et que convoite Klépierre. Son rapprochement avec Corio, qui a fait passer le patrimoine de la foncière de 14 à 21 Md€ d'actifs, n'a d'autres ambitions que de challenger le numéro 1 européen. La bataille boursière que se livrent Gecina et Eurosic pour mettre la main sur Foncière de Paris, inédite dans le segment des foncières, est aussi révélatrice de l'importance que revêt la course à la taille pour les SIIC.

Bataille financière

« Dans un contexte de surenchère rendant difficile de se positionner actif par actif, les foncières peuvent être tentées d'envisager l'alternative d'une opération de prise de contrôle ou de concentration pour consolider leurs portefeuilles, explique Pierre Gebarowski, associé au sein du département immobilier chez De Pardieu Brocas Maffei. C'est ce qui s'est passé en 2007, lorsque le sommet des valeurs avait été atteint sur le marché immobilier d'avant-crise. Nous avons alors assisté à d'importantes opérations de rapprochement, comme la fusion d'Unibail et de Rodamco. » Donnant naissance au leader européen de l'immobilier

« *La taille des foncières importe pour avoir accès au marché obligataire* »

Benoît Faure-Jarrosson,
analyste Invest Securities.



Photo : DR

Prêts à payer le prix

Alors qu'Eurosic s'apprêtait à fusionner avec Foncière de Paris, Gecina a annoncé, le 19 mai dernier, un projet d'OPA mixte à 150 euros par action (dividende détaché) sur la cible convoitée par sa concurrente, offrant une prime de 10 % sur l'offre en numéraire

d'Eurosic (136 euros par action) et de 12 % sur l'OPE. Cherchant à faire la différence, Bernard Michel, le président du conseil de Gecina, a également offert aux actionnaires la possibilité d'échanger cinq actions Foncière de Paris contre 6 titres Gecina. Pour mettre la main sur la pépite parisienne aux 2,6 Md€ de patrimoine, dont 2,1 Md€ de bureaux très bien situés et bien loués, les deux candidats au rachat sont prêts à payer le prix. L'OPE de

Gecina valorise l'action Foncière de Paris à 152,5 euros, soit une prime de 40 % sur le cours de bourse de la cible au 4 mars 2016 (coupon 2015 détaché). L'offre représente également une prime d'environ 9 % sur les valeurs d'expertise du portefeuille immobilier à fin décembre 2015. Mais le



Photo : DR

« D'importantes opérations de rapprochement ont lieu quand le sommet des valeurs est atteint »

Pierre Gebarowski,
associé De Pardieu
Brocas Maffei.

jeu en vaut clairement la chandelle : si Yan Perchet, P-dg d'Eurosic parvient à racheter Foncière de Paris, il double la taille de son portefeuille, à plus de 5 Md€ avec des actifs essentiellement situés dans la capitale, qu'il n'aurait jamais pu acquérir autrement. Si c'est Gecina qui rafle la mise, la

LES PLUS IMPORTANTES OPÉRATIONS DE SOCIÉTÉS IMMOBILIÈRES COTÉES / TROIS DERNIÈRES ANNÉES

NOM	MONTANT *	INVESTISSEURS
SIIC DE PARIS	+ 850	EUROSIC
SOCIÉTÉ DE LA TOUR EIFFEL	140	SMA
CORIO	7,2	KLÉPIERRE
FONCIÈRE DE PARIS**	1,4	EUROSIC
CEGEREAL	35,65 € / PAR ACTION	GIC
SILIC	N.D.	ICADE

*en M€ - **Gecina a lancé une contre-OPA sur Foncière de Paris le 19 mai 2016.

SOURCE : CFNEWS

foncière portera son patrimoine à plus de 14 Md€, dont 11 Md€ sur le seul marché du bureau. « Ce rapprochement permettra de conforter le leadership de Gecina dans l'immobilier de bureau *prime* à Paris », affirme Bernard Michel, qui avait amorcé un virage stratégique en 2015 pour renforcer sa présence sur ce marché très convoité. Mais la valeur du portefeuille n'est pas le seul argument qui motive les foncières à se rapprocher. Les SIIC doivent aussi mener de front une autre course à la taille, plus financière. « Pour les foncières, la taille critique financière est mieux traitée en bourse si les titres sont suffisamment liquides et elle importe pour avoir accès au marché obligataire », explique Benoit Faure-Jarrosion, analyste en charge de l'immobilier coté chez Invest Securities. A l'heure où elles cherchent à diversifier leurs sources de financement, l'argument a son importance.

Dans le viseur

Si la consolidation du secteur se confirme, le mouvement de concentration n'en est pas pour autant terminé. Société Foncière Lyonnaise (SFL), ANF Immobilier, Paref et Affine sont cités par les analystes comme d'éventuelles prochaines cibles, la plus attendue étant sans nul doute SFL. Détenue à majorité par Colonial (57,5 %), cette foncière parisienne reste dans l'attente d'une restructuration de

son actionnariat. Qatar Investment Authority (QIA), qui détient 22,2 % du capital à travers Qatar holding et DIC holding, a fait part de son souhait de devenir le premier actionnaire de Colonial, en échangeant avec celui-ci sa participation dans SFL. « Cet échange ne va probablement pas se traduire par une OPA sur Colonial et un retrait de SFL de la cote, indique néanmoins Benoit Faure-Jarrosion. Le plus probable reste que les Qataris montent d'un étage, provoquant une sorte de gel du tour de table. » Pour ce qui concerne ANF, filiale d'Eurazeo, elle a récemment opéré un profond travail sur son portefeuille immobilier, faisant d'elle une cible potentielle. Quant à Paref, sa filiale dédiée à la gestion d'actifs en intéresse plus d'un, désireux de se renforcer ou d'entrer sur le marché porteur de l'épargne immobilière. Elle constitue d'autant plus une cible que la question de la succession d'Hubert Lévy-Lambert, fondateur de la société et actionnaire majoritaire, reste ouverte. ■

À LIRE AUSSI SUR CFNEWS EN LIGNE

- ➔ [Bataille boursière sur Foncière de Paris](#)
- ➔ [Eurosic veut doubler de taille](#)
- ➔ [Klépierre loge un néerlandais](#)

TÉLÉCHARGEZ L'ARTICLE





Managers et GPs avancent de concert

Hausse des valorisations, *build-up* et réforme des AGA créent de nouvelles problématiques. _____

Par Luc Bontemps



Tirées à la fois par les fonds et les industriels, les valorisations des PME de la zone Euro ont atteint 9,1 fois l'Ebitda au dernier trimestre 2015, égalant leur record du second

semestre 2006, selon l'indice Argos Mid-Market. Les raisons en sont connues : un excès de *dry powder* par rapport à la taille du marché, combiné à des conditions de financement très favorables. Bien sûr, il

faut relativiser la hausse des prix par la grande qualité des actifs actuellement échangés. Pour autant, cela n'est pas sans conséquence sur l'intéressement des managers. « De manière générale, plus les prix sont élevés, plus le *management package* doit être optimisant car moins le TRI se fait à l'entrée. Cela

est toutefois atténué dans le cas des LBO secondaires, où les dirigeants sont déjà actionnaires et réalisent une bonne partie de leur participation », rappelle Marc Baffreau, associé du cabinet d'avocats Archers, qui a récemment conseillé les actionnaires d'Inicea (dont LFPI et Azulis) pour sa cession en LBO secondaire à Antin Infrastructure.

Protection en cas de bas TRI

Le hic est que rien n'assure de retrouver des multiples d'Ebitda aussi élevés dans cinq ou six ans. « Les managers examinent en effet cette éventualité. Ils portent une attention particulière quant à leur sort en cas de TRI bas ou moyens et de périodes d'investissement dépassant cinq ans », rapporte Charles de Rozières, directeur associé de Callisto, expert en conseil financier du management, qui vient d'accompagner



Photo : DF

« *Les managers considèrent davantage le bas de la courbe de TRI* »

Oliver Aubouin, associé Mayer Brown.

celui de TCR dans le cadre du rachat par 3i Infra et Deutsche AM. La crise a en outre modifié les comportements en matière d'intéressement. « Les managers ont tendance à considérer davantage le bas de la courbe de TRI. Plutôt que tout miser sur un investissement uniquement en actions ordinaires, ils souscrivent également à des actions de préférence à dividende précipitaire qui offrent un rendement certes plafonné mais prioritaire aux actions ordinaires, à l'instar des obligations convertibles des fonds », observe Oliver Aubouin, associé de Mayer Brown, qui a récemment conseillé la reprise en LBO ter d'Acteon par Bridgepoint. « Pour autant, leur souci de protection n'affecte pas le niveau du premier seuil de partage de la performance, celui-ci avoisine toujours un multiple de 1,75. Preuve que les managers gardent confiance dans leur *business plan* », ajoute son collègue Alexandre Dejardin, associé de Mayer Brown. En fait,

le sujet des valorisations concerne avant tout les LBO de nouvelle génération, quand le management se retrouve à la fois en position de vendeur et d'acquéreur. « De plus en plus systématiquement, les dirigeants se voient demander de réinvestir massivement, ce qui est parfois de nature à créer des tensions », observe Marc Baffreau. « Les tensions sont surtout vives avec le fonds cédant. Une solution est que celui-ci revienne au capital en minoritaire. Cela rassure l'acquéreur quant au prix payé et à la réalisation du futur *business plan* », explique Pierre-Olivier Bernard, associé fondateur d'Opleo Avocats. Pour mémoire, Opleo Avocats a conseillé récemment, entre autres, le *management* de Novacap (pour son LBO ter avec Eurazeo et Mérieux Développement) et la direction d'Infopro Digital (dans le cadre de sa reprise en LBO ter par TowerBrook). Par ailleurs, la hausse des valorisations est plafonnée par la réticence des managers à user d'un fort effet de levier. La crise a changé leurs comportements. « Par rapport à la période 2005-2007, les managers se montrent davantage soucieux de

la gouvernance que de l'optimisation de leur *management package*. Ils veillent en particulier à se protéger en cas de conflit avec le GP, et sont devenus beaucoup plus vigilants quant à leur capacité à influencer sur la stratégie », souligne Pierre-Olivier Bernard.

« *Le risque est que les praticiens dévoient l'objectif de la réforme des AGA* »

Pierre-Olivier Bernard,
associé fondateur
Opleo Avocats.



Photo : DR

La tentation du *build-up*

En matière de stratégie, la croissance externe semble devenue l'alpha et l'omega de la politique des fonds de LBO. La rareté des *deals*, la faiblesse de la conjoncture y contribuent, de même que le niveau élevé des valorisations. « De manière générale, plus les multiples d'entrée sont élevés, plus la volonté de faire de la croissance externe est forte », souligne David de Pariente, l'ancien associé

Capital Investissement


ARCHERS

AARPI

DES SOLUTIONS SUR MESURE POUR LES FONDS D'INVESTISSEMENT ET LES ÉQUIPES DE MANAGEMENT QUI FONT D'EUX DES CATALYSEURS DE CHANGEMENT DES ENTREPRISES

ARCHERS est depuis de nombreuses années un acteur du capital investissement en France. L'expérience des membres de l'équipe Capital Investissement a permis à ces derniers de collaborer avec nos clients pour organiser et réaliser leurs opérations et optimiser leur retour sur investissement.

APPROCHE ET METHODOLOGIE

Quelles que soient les caractéristiques de l'opération envisagée, nous mettons systématiquement à disposition de nos clients et au sein d'une équipe réduite et intégrée une triple compétence se déclinant de la manière suivante :

- Coordination globale et aspects *equity*
- Financement bancaire et mezzanine
- Structuration et audit fiscal

L'équipe Capital Investissement d'ARCHERS est reconnue pour sa connaissance approfondie des acteurs de ce marché ainsi que des contraintes techniques et financières auxquelles ils sont confrontés.

Notre équipe intervient principalement dans les domaines suivants :

ASSISTANCE DE FONDS D'INVESTISSEMENT



- durant toutes les phases de l'opération (en ce compris les audits)
- sur tous les sujets juridiques et fiscaux de l'opération ainsi que tous ses volets financiers (*equity*, mezzanine et dette)

SPIN OFF ET STRUCTURATION DE SOCIÉTÉS DE GESTION



- élaboration des mécanismes d'intéressement des équipes d'investisseurs
- structuration du fonctionnement de la société de gestion

ASSISTANCE D'ÉQUIPES DE MANAGEMENT



- structuration juridique et fiscale des management packages
- mise en place des règles de gouvernance auxquelles obéira l'opération

CAPITAL INVESTISSEMENT À L'INTERNATIONAL



- expertise particulière sur la place luxembourgeoise pour la structuration des LBO et des opérations d'ingénierie entourant les LBO

Nous conseillons des fonds d'investissement français et anglo-saxons, ainsi que des managers, pour la structuration et la réalisation d'investissements dans le cadre d'opérations domestiques ou paneuropéennes.



VOS ASSOCIÉS



Marc BAFFREAU



Jean-Louis MEDUS


A Recommended Firm


CHAMBERS
AND PARTNERS

de STC Partners, lequel a rejoint en début d'année le cabinet monégasque Gordon S. Blair. Il a notamment conseillé l'an passé les dirigeants de Davigel lors de la cession de cette société par Nestlé à Brakes. Selon l'étude « Buy & Build Monitor » de Silverfleet, les acquisitions menées par les sociétés européennes adossées à des fonds de capital-investissement ont atteint en 2015 leur plus haut niveau depuis 2011, avec un total (provisoire) de 404 opérations. De fait, les fonds vantent tous leur capacité d'accompagnement dans la croissance externe. Et cette expertise est particulièrement appréciée des managers qui manquent parfois de temps ou d'expérience dans les opérations d'acquisition.



Photo : DR

Emily Pennec,
associée Mayer Brown.

La quantité ne fait pas la qualité

« Pour se distinguer de la concurrence auprès des managers, certains fonds mettent en avant leur capacité à accompagner au plus près leurs participations dans leur développement à l'international via leurs bureaux étrangers ou leurs partenariats locaux », souligne Emily Pen-

nec, associée de Mayer Brown, qui a récemment conseillé Alpha PE dans la reprise en LBO bis de Feu Vert. Si la tentation est forte de miser sur la croissance externe, encore faut-il qu'elle réussisse. « Une stratégie de build-up suppose de pouvoir relever de la dette, de sorte à bénéficier d'un effet de levier plus fort, et/ou d'acquérir des cibles de manière relative compte tenu d'un différentiel de valorisations »,

souligne Marc Baffreau, dont le cabinet a récemment conseillé le management de MK Direct pour son LBO ter avec Eurazeo PME. La réalité est parfois différente. « Bon nombre de build-up ressemblent davantage à une simple accumulation de marges d'Ebitda, dans l'espoir que les multiples seront encore plus élevés au moment de la sortie. Cela semble improbable mais tout le monde continue de privilégier la croissance externe », constate Pierre-Olivier Bernard. « Changer de taille et intégrer des cibles représentent une pression supplémentaire », ne cache pas Jean-Marc Scéo, président d'Ekkio Capital, qui a récemment accompagné l'exploitant de salles de sport Form Développement dans le rachat de six salles parisiennes. « Cela oblige



OPLEO

AVOCATS

Parce que bien décider est la première étape
de la création de valeur,

le Cabinet Opleo Avocats accompagne tout au long de leur parcours les
chefs d'entreprise, cadres dirigeants, entrepreneurs, actionnaires référents
ou investisseurs, afin de valoriser leurs intérêts professionnels et personnels.

AU-DELÀ DE LA DÉCISION

Le LBO à l'ancienne

Un domaine du *buyout* échappe largement aux problématiques du moment : les opérations primaires. « Par rapport aux LBO de nouvelle génération, les opérations primaires bénéficient généralement d'une décote substantielle, surtout si elles sont négociées de gré à gré », indique Jean-Marc Scéo, président d'Ekkio Capital, un expert du *small cap* spécialisé dans les opérations primaires. Par ailleurs, la construction des *managements packages* s'avère beaucoup plus simple,

alors que les LBO à répétition engendrent plusieurs cercles de managers-actionnaires aux intérêts parfois divergents. En revanche, le travail de préparation en amont des opérations primaires est toujours aussi important, car aussi mature soit l'industrie du *buyout*, bon nombre la découvre encore. « Les dirigeants de PME ne sont pas plus sophistiqués qu'auparavant en matière d'ingénierie financière ou de gouvernance », observe Jean-Marc Scéo. Et il y a toujours un travail d'évangéli-



Photo : DR

Jean Marc Scéo, président d'Ekkio Capital.

sation à mener. « Bien souvent, il faut commencer par désamorcer l'image péjorative du fonds d'investissement », ajoute-t-il. ■

les investisseurs et les managers à se rapprocher et à travailler en commun, presque au quotidien », ajoute l'investisseur, dont l'équipe est spécialisée dans les opérations primaires (lire l'encadré ci-dessus).

Sous la loupe du fisc

Mais réussir un LBO n'est pas tout, encore faut-il passer sous les fourches caudines de l'administration fiscale, qui semblent toujours plus resserrées. « C'est devenu quasi systématique, un *management package* qui produit une forte plus-va-

lue sera contrôlé », constate David de Pariente. En outre, l'administration fiscale se montre particulièrement stricte. « En règle générale, elle refuse de suivre les recommandations du Comité de l'abus de droit fiscal », souligne Pierre-Olivier Bernard.

Reste aussi à voir comment elle évaluera les plans d'attribution gratuite d'actions (AGA), dont le régime a été assoupli par la Loi Macron en 2015. L'abaissement de la cotisation patronale à hauteur de 20 % (contre 30 %) de la valeur des actions attribuées,

Mayer Brown est un cabinet d'avocats international présent sur les principales places financières dans le monde.

Avec plus de 1500 avocats dans le monde, le cabinet dispose d'une plateforme internationale de tout premier plan. Mayer Brown est ainsi en mesure d'assister ses clients sur des opérations de dimension internationale et de leur offrir un accès privilégié à l'expertise locale de ses avocats.

“ Mayer Brown est l'un des cabinets les plus ancrés et des plus solides de la place. ”

Legal 500 EMEA

ainsi que la réduction de la période de détention de 4 à 2 ans (ou 3 ans selon les cas) les ont en effet rendues plus compatibles avec les opérations de LBO. Pourtant, les AGA s'éloignent du principe du *buyout* qui consiste pour les dirigeants à se mettre à risque à travers leur *management package*. « Entre investir son épargne dans un LBO et se voir attribuer gratuitement des actions, même sous conditions de performance, le manager ne prend pas du tout le même risque. Il semble donc plus approprié de réserver les AGA pour les managers du second cercle ou les salariés, et de privilégier des mécanismes d'investissement plus traditionnels pour les dirigeants du premier cercle », estime David de Pariente. « Par ailleurs, les AGA présentent peu d'intérêt dans le cadre des



Photo : DR

« *Il semble plus approprié de réserver les AGA pour les managers du second cercle* »

David de Pariente,
associé Gordon S. Blair.

LBO secondaires ou ultérieurs, les dirigeants étant déjà bien dotés en actions. En revanche, elles se montrent plus utiles dans les opérations primaires ou pour les nouveaux dirigeants », ajoute pour sa part Charles de Rozières. En outre, les AGA se prêtent mal aux stratégies de *build-up*, surtout si les *add-ons* interviennent tard dans le cycle du LBO. En effet, pour les managers qui ne peuvent réinvestir dans un *build-up*, l'AGA ne constitue pas une alternative très attirante du fait de la durée

minimale de détention des actions qui reporte d'autant leur horizon de placement.

Incertitudes sur l'utilisation des AGA

De fait, les AGA font encore débat chez les praticiens, car si leur fiscalité

« *Plus les prix sont élevés, plus le management package doit être optimisant* »

Marc Baffreau,
associé Archers.



Photo : DR

est clairement encadrée, il reste des interrogations quant à leur utilisation vis-à-vis de l'administration fiscale. Par exemple, selon le Code du commerce, l'attribution d'actions gratuites est limitée à 10 % du capital. Mais au niveau de la répartition de la plus-value, un plan d'AGA peut être construit de sorte à attribuer plus de 10 % au management. Le risque est que l'administration y voit un motif pour requalifier la plus-value en salaire. « Il faut être très vigilant à ces seuils lors de la mise en place des plans d'AGA afin de s'assurer que ces plans respectent bien la lettre et l'esprit des textes pour éviter que les plans ne soient plus éligibles au régime mis en place par la loi Macron », prévient Alexandre Dejardin. Une autre interrogation se pose en cas de clause de *bad leaver* pour faute grave, où le dirigeant se voit contraint de céder ses actions à vil prix. Selon la réglementation, les actions gratuites sont en effet attribuées aux dirigeants en leur qualité de salariés et non pas d'investisseurs. Devant un conseil des prud'hommes, un manager pourrait alors tenter de réclamer que ses actions soient rachetées à leur juste valeur en arguant que celles-ci sont liées à son contrat de travail et non au pacte d'actionnaires.

Photo : DR



« *Les managers gardent confiance dans leur business plan* »

Alexandre Dejardin,
associé Mayer Brown.

Gare au dévoiement de la réforme !

Avec les AGA, tout dépendra aussi de l'utilisation qu'en feront les praticiens. « Le risque est qu'ils dévoient l'objectif de la réforme des AGA, en abusant, par exemple, des actions de préférence », souligne Pierre-Olivier Bernard. Attention alors à l'effet boomerang. « L'utilisation des AGA laissant un espace de liberté, on peut craindre en effet que les praticiens laissent libre cours à leur créativité effrénée, au risque d'attirer les critiques de l'administration fiscale », prévient Marc Baffreau. Au niveau de l'Afic, la profession s'est rapprochée de l'administration pour essayer de déterminer les bonnes et mauvaises pratiques. L'idée est d'établir des *benchmark* ou des grilles d'analyse permettant d'aboutir à des recommandations. Mais en attendant, il semble plus sage d'utiliser les AGA comme une variable d'ajustement des *management package* plutôt que leur facteur décisif. ■



doonu / Fotolia.com

Les acteurs du small et mid cap prennent leurs marques

Surfant sur la hausse des *deals small et mid cap*, une nouvelle génération d'intervenants creuse son sillon. Zoom sur ce mouvement, de Paris à Lyon. _____ Par Agathe Zilber



L'an passé, selon les *league tables* de CFNEWS, 156 conseils ont exercé 1239 mandats. L'activité, en forte augmentation (+14 %), a profité à tous mais pour la première fois, les

Big 4 (EY, PwC, Deloitte, KPMG) ont concentré un tout petit peu moins de la moitié des opérations suivies. La raison : l'essor des opérations de *small et mid cap* (et le repli aussi du *large cap*) favo-

risant l'intervention d'acteurs des *due diligences* indépendants, créés en général par d'anciens des *Big*. Conçus en format « boutiques », ils se sont peu à peu invités sur la place et ont su se faire une place au soleil. C'est le cas, par exemple, de la parisienne Oderis et de la lyonnaise, Advance (lire page 48), partageant, en outre, un point commun : elles ne proposent pas de commissariat aux comptes. « C'est un choix », indique Jean-Christian Raymond, le co-fondateur avec Julien Passerat, d'Oderis, partis d'EY en 2006 pour faire du conseil et de l'investissement. Ce n'est qu'en 2010 que leur positionnement se précise : accompagner les clients *small* et *mid cap* avec une offre de TS dédiée. Six ans plus tard Oderis réalise une centaine de missions (dont 35 *deals* closés en 2015) prises en mains par cinq associés et dix collaborateurs. « Nous voulons être 20 d'ici la fin d'année avec notamment l'arrivée d'un nouvel associé en évaluation (lire l'encadré page 44) ».

La transformation, relais du TS

Sur une autre échelle, deux autres cabinets ont aussi suivi ce modèle. Accuracy, pionnier du genre, a été créé en 2004 par Frédéric Duponchel, un ancien d'Arthur Andersen. Onze ans plus tard, le conseil, présent dans onze pays, réalise, à fin 2015, 61 M€ de chiffre d'affaires pour 280 collaborateurs. Lancé en 2010 par huit associés d'EY, Eight Advisory a su se hisser en moins de cinq ans en haut des marches, avec 44 M€ de chiffre d'affaires au compteur en 2015. « Nous avons réalisé une croissance de 20 % cette année », indique son associé et directeur général Eric Demuyt, qui compte renouveler ce défi cette année et dépasser les 50 M€ de revenus. 205



Photo : DF

« *Nous avons réalisé une croissance de 20 % cette année* »

Eric Demuyt, associé et directeur général Eight Advisory.

collaborateurs et 21 associés délivrent des services qui vont du TS, au *restructuring*, à l'évaluation, aux services de *real estate* et à la transformation. « Nous avons beaucoup investi sur ce segment (amélioration du BFR, offre *cash*, pre et post *deal*, affac-

DE LA VDD AUX AUTRES SERVICES

« Cette année nous devrions réaliser une dizaine de VDD, estime Jean-Christian Raymond. Au cours des années précédentes, nos donneurs d'ordre étaient principalement des *corporate*, à présent nous sommes mandatés par des fonds. » Aca Nexia a aussi progressé en nombre, 9 (dont celle pour Talan) contre 6 l'an passé. Chez Grant Thornton, le rapport est de 50 /50 et le conseil mise aussi sur des besoins plus technologiques. « Nous avons recruté un ancien directeur d'Accenture qui se dédie au développement digital des clients. En complément de missions réalisées sur la performance opérationnelle et le système d'information, nous couvrons désormais le volet digital des *due diligences* », indique Thierry Dartus. Pour Aca Nexia, l'objectif est de doubler les parts de marché sur des valorisations plus importantes. Chez Oderis, on mise sur l'évaluation, avec le recrutement d'un associé en cours, et le conseil intervient aussi en prévention/*restructuring*. C'est aussi un des points forts d'Exelmans qui a réalisé 9 IBR l'an passé. Chez Eight, on travaille désormais l'angle international : après Londres ouvert l'an passé, le focus est mis sur le développement de son alliance internationale.



Photo : DR

Jean-Christian Raymond, associé et co-fondateur Oderis.

turage), indique l'associé. L'équipe a été complétée par les arrivées d'Hélène Dubly, une ancienne de GE Capital comme spécialiste affacturage et de Nicolas Cohen-Solal, qui après douze ans dans l'industrie (Saint-Gobain et Terreal) retrouve le conseil, devenant le 21^{ème} associé. « Cette pratique, qui a doublé de taille en un an, représente déjà 15 % du chiffre d'affaires et l'objectif est d'avoir 50 personnes d'ici peu. » Et de citer des affaires de type *carve out* complexes comme Tokheim, SGD, Carambar/Mondelez, ou encore la filiale de Schneider, CST, reprise en majorité par PAI et Carlyle. À Lyon, où le cabinet compte près de quinze collaborateurs, la transformation est aussi un enjeu clé (lire page 48). Déjà très actif sur le haut *mid cap* (Prosol, SGD Pharma, Sandaya), Eight vient même de lancer une offre *smid*.

L'autre modèle, plus répandu, reste, celui où le cabinet offre aussi des missions de commissaire aux comptes. C'est celui qu'a choisi, un des pionniers indépendants du secteur *small et mid cap*, Exelmans. La boutique, créée il y a onze ans par ses deux associés, Eric



Jusqu' où irez-vous avec Exelmans Transaction Services ?



Une équipe qui n'a cessé de s'étoffer depuis 11 ans



Une diversité et une séniorité des profils



Des valeurs de proximité et de réactivité



Une culture du deal et de sa facilitation



+ de 500 opérations accompagnées côté acheteurs et vendeurs

Exelmans : catalyseur de confiance



Recrutement très actif

Anciens des *Big 4*, les associés des nouveaux cabinets savent ce qu'on y apprend. « On recrute souvent des jeunes formés en audit ; ils veulent faire du TS mais leur transfert interne n'est pas évident au sein des *Big* », indique Jean-Christian Raymond. Avec un minimum de 2 à 3 ans d'expérience, les recrutés doivent aussi être capables d'être en rapport avec le chef d'entreprise ou les dirigeants des fonds. « On a trois postes senior et *managers* ouverts », indique Hervé Krissi. Chez Grant Thornton, l'objectif est d'ac-

cueillir 50 personnes complémentaires à l'horizon 2020. « On fait valoir notre positionnement marché, le *smid cap* et notre capacité à traiter tous les sujets : en 18 mois, nos collaborateurs maîtrisent tous les aspects des missions », explique Thierry Dartus. Les bancs des grandes écoles sont aussi trustés par ces acteurs qui doivent s'aligner en émoluments sur les *Big* mais proposent un autre modèle, plus autonome mais aussi plus *business*, nécessitant une certaine fibre entrepreneuriale. « Nous ne prenons pas beaucoup de sta-



Photo : DR

Hervé Krissi, associé du TS de Aca Nexia.

giaires, mais nous sommes sur les forums des grandes écoles et avons un plan de recrutement de 60 personnes débutantes ou expérimentées », précise Eric Demuyt. ■












Guedj et Stéphane Dahan, compte 40 personnes dont 15 à 20 dédiées au CAC, 10 pour le TS et le solde pour le *restructuring*. Sur la centaine de *deals* étudiée l'an passé, la moitié a été closée (dont 36 publiés). « Très proches de nos clients, nous essayons d'anticiper tous les sujets comme si nous étions les investisseurs », reconnaît le binôme, lequel se réjouit qu'Exelmans soit impliqué dans des dossiers plus importants en taille, avec des aspects internationaux. « Nous réfléchissons à ouvrir un bureau à New York et devrions nommer

d'ici peu trois directeurs associés », poursuivent-ils.

« Il y a de plus en plus de passerelles entre les activités de TS et le CAC », constate Hervé Krissi, associé du TS de Aca Nexia. Le cabinet comprenant 16 associés et 200 professionnels, réalisait 21 M€ de revenus à fin août. « Notre croissance est interne et externe : nous avons intégré deux cabinets d'audit en Ile de France en 2015, indique l'associé Olivier Lelong. Nous offrons des services aux ETI. Le

Cabinet indépendant dédié à la **Transaction** et spécialisé sur le secteur du **Small-Mid Cap**, Oderis vous accompagne dans vos projets d'**acquisition, de cession et de restructuration**.

Cinq associés et une équipe expérimentée réunis autour de **valeurs fortes de réactivité et d'exigence**.

<p>Maï 2016</p> <p>ODERIS</p> <p>à assisté</p> <p> eurazeo croissance</p> <p>Dans le cadre d'une prise de participation minoritaire dans</p> <p>FARFETCH</p> <p>Volume d'affaires 500 m\$</p>	<p>Mars 2016</p> <p>ODERIS</p> <p>à assisté</p> <p>bpifrance INVESTISSEMENT</p> <p>Dans le cadre d'une prise de participation minoritaire dans</p> <p> laborizon LE CAPITAL INVESTISSEMENT EN ASSOCIATION COMMERCIALE</p> <p>Chiffre d'affaires 100 m€</p>	<p>Février 2016</p> <p>ODERIS</p> <p>à réalisé la VDD de</p> <p> VALLAIR</p> <p>Dans le cadre de la cession de 10 % de son capital à</p> <p>JIA 株式会社ジャパソフイ</p> <p>Chiffre d'affaires 40 m€</p>	<p>Avril 2016</p> <p>ODERIS</p> <p>à assisté</p> <p> epf</p> <p>Dans le cadre d'une prise de participation minoritaire dans</p> <p>GRUPE SILVYA.TERRADE Espace Collaboratif de Co-entreprise</p> <p>Chiffre d'affaires 12 m€</p>
<p>Novembre 2015</p> <p>ODERIS</p> <p>à assisté</p> <p> INDIGO</p> <p>Dans le cadre d'un investissement en mezzanine dans</p> <p>people&baby</p> <p>Chiffre d'affaires 75 m€</p>	<p>Octobre 2015</p> <p>ODERIS</p> <p>à accompagné</p> <p> DEVIALET</p> <p>Dans le cadre d'une prise d'une mission d'assistance à la direction financière</p>	<p>Novembre 2015</p> <p>ODERIS</p> <p>à assisté</p> <p>LATOUR CAPITAL INVESTISSEMENT D'ENTREPRENEUR</p> <p>Dans le cadre d'une prise de participation majoritaire dans</p> <p>Syclef Froid & Clim</p> <p>Chiffre d'affaires 55 m€</p>	<p>Septembre 2015</p> <p>ODERIS</p> <p>à assisté</p> <p> OMNES CAPITAL</p> <p>Dans le cadre d'une prise de participation minoritaire dans</p> <p>CAPCOM GRUPE</p> <p>Chiffre d'affaires 50 m€</p>
<p>Septembre 2015</p> <p>ODERIS</p> <p>à assisté</p> <p> Ekkio capital</p> <p>Dans le cadre d'une prise de participation minoritaire dans</p> <p>THORY</p> <p>Volume d'affaires 15 m€</p>	<p>Avril 2015</p> <p>ODERIS</p> <p>à assisté</p> <p> EDMOND DE ROTHSCHILD INVESTMENT PARTNERS</p> <p>Dans le cadre d'une prise de participation minoritaire dans</p> <p> Rougon</p> <p>Chiffre d'affaires 100 m€</p>	<p>Avril 2015</p> <p>ODERIS</p> <p>à assisté</p> <p> CATHAYCAPITAL Private Equity</p> <p>Dans le cadre d'une prise de participation minoritaire dans</p> <p> echosens</p> <p>Chiffre d'affaires 43 m€</p>	<p>Juin 2015</p> <p>ODERIS</p> <p>à assisté</p> <p>Prevalliance</p> <p>Dans le cadre de l'acquisition de</p> <p>HAIR COIF</p> <p>Chiffre d'affaires 28 m€</p>

Transaction / Evaluation / Diagnostics et outils d'aide à la performance

TS est un axe essentiel de notre offre. » C'est la raison pour laquelle Hervé Krissi - passé par les *Big 4* - les a rejoints en janvier 2014. Sa *core team* compte une quinzaine de personnes et s'appuie sur les équipes audit présentant une compétence en TS. L'ensemble peut ainsi être porté à 25 professionnels. « L'objectif est d'atteindre, en 2016, 23 M€ avec une part supérieure à 10 % pour les activités de TS », indique l'associé. « On est reconnu pour notre approche *business*, avec des rapports très analytiques et la séniorité des équipes, estime Hervé Krissi. Ce qui permet peu à peu aussi d'atteindre, en dehors des fonds, les *corporate* avec à la clé des *deals* de taille plus importante. Aca Nexia qui a conclu 75 opérations dont 59 DDA et 9 VDD (exercice clos à fin août) est ainsi intervenu notamment pour Orsys, Taln, ATI, Penelope, tandis qu'Exelmans était sur Les Frères Blancs, DCI ou Lindera.

Se déployer sur le corporate

Grant Thornton, qui existe en France depuis quinze ans se nourrit de ce segment du *mid-cap*, avec un message clair: « Etre *leader*



**Eric Guedj
et Stéphane
Dahan,
associés
fondateurs
Exelmans.**

sur notre marché ». « En dix ans nous avons doublé de taille tant en chiffre d'affaires qu'en termes d'effectifs », indique Thierry Dartus, associé, directeur de la ligne de services TAS. 80 collaborateurs et 13 associés participent au plan national à l'aventure qui a mené Grant Thornton sur la première marche du podium l'an passé des *league tables* de CFNEWS : 23 opérations conseillées en cap dev et 9 en capital risque. Au total, le conseil prend la cinquième place avec 94 *deals*, juste derrière les *Big* avec respectivement 177 pour EY, 173 pour PwC, 149 pour Deloitte et 105 pour KPMG. « Au total, nous avons travaillé sur 170 missions, indique le directeur du TAS, mais 2015 a été une grande année de *no show*. » Le conseil qui a repris un acteur du *small cap*, Tuillet il y a 18 mois, se prépare à accueillir d'ici 2020, 50 personnes de plus. Souhaitant montrer sa capacité d'attractivité, il repense aussi

Photo : DF

Acteur de référence de l'audit et du conseil



1
cabinet

21 m€
honoraires

200
professionnels

16
associés

9^e
en audit

7^e
en Transaction
Services



5
cabinets

75 m€
honoraires

700
professionnels

68
associés

21
bureaux

8^e
en audit



120
pays

3,1
md\$ fees

25 000
professionnels

576
bureaux

10^e
réseau mondial

7^e
en Europe

Qui sommes-nous ?

Des experts du chiffre au service des ETI et PME, dotés d'une dimension internationale.

Aca Nexia apporte des solutions pertinentes à ses clients dans les domaines comptable et financier et les accompagne pour les mettre en œuvre.

Nos équipes accompagnent nos clients, avec les membres du réseau Nexia, dans la plupart des pays sur les 5 continents.

Notre ambition

Etre reconnu comme un acteur de référence sur le marché français.

Aca Nexia a pour ambition d'être reconnu par les ETI et PME en France comme un acteur de référence pour les activités d'audit et de conseil, dans les domaines comptables et financiers.

Au service de cette ambition, les équipes d'Aca Nexia se veulent toujours plus créatrices de solutions au bénéfice de leurs clients.

Nos valeurs

Esprit d'équipe
Implication, écoute, respect mutuel.

Confiance
Transparence, loyauté, intégrité.

Valeur ajoutée
Expertise, pragmatisme, capitalisation et transmission de l'expérience.

sa façon de travailler et d'accueillir ses collaborateurs : toutes les équipes vont s'installer à la rentrée à Neuilly, dans les anciens locaux de Servier, refaits à neuf. Autre objectif : se déployer aussi sur les *corporate* et élargir son offre sectorielle avec l'aéronautique et la défense, les *cleantech* et les services financiers en ligne de mire. ■



Thierry Dartus,
associé,
directeur de
la ligne de
services TAS
Grant
Thornton.

Photo : DF

Génération conquérante

Les acteurs indépendants du TS installés à Lyon grignotent les parts d'un marché qu'ils bousculent. _____ Par Anne Joly

Il semble loin le temps où le *transaction services* à Lyon était l'apanage des *Big*, lesquels n'avaient d'ailleurs pas toujours d'équipes sur place. Aujourd'hui, non seulement ces derniers sont bien présents avec des collaborateurs dédiés, mais ils ont - souvent malgré eux- essaimé ! Si les premiers à quitter les grands cabinets d'audit pour tenter l'aventure entrepreneuriale ont œuvré dans le M&A, au début des années 90, la deuxième génération de consultants de grands groupes à conquérir son indépendance s'est lancée dans le TS dès la fin des années 2000.

À commencer par Advance Capital, créé en 2007 par deux anciens de PwC, Olivier Poncin et Arnaud

Vergnole. « Nous souhaitons être autonomes et le moment semblait bien choisi car le marché était porteur, explique ce dernier. En outre, nous voulions nous adresser aux PME, un créneau qui nous semblait prometteur. » La crise a passé par là mais n'a pas ralenti le rythme de croissance du lyonnais qui compte aujourd'hui près de vingt collaborateurs et s'est récemment implanté à Marseille en s'appuyant sur Olivier Mortier, un ex Grant Thornton. Ouvert en 2010 en même temps que la marque naissait à Paris, le bureau lyonnais de Eight Advisory connaît une croissance fulgurante. Il revendique lui aussi une vingtaine de collaborateurs, soit quasi le double de l'an passé, dont 18 en TS et *restructuring*. C'est d'ailleurs avec cette dernière activité

que tout a commencé entre Rhône et Saône avec, à la tête du bureau, Xavier Mesguich, qui avait fait ses armes en la matière chez EY et Kroll Talbot Hughes auparavant. « Avant 2015, le bureau lyonnais intervenait en TS via nos ressources parisiennes, mais nous avons structuré l'équipe lyonnaise, en particulier au travers du recrutement de Christophe Delas, pour accélérer fortement le développement de cette *practice* », explique l'associé. « Notre stratégie est de poursuivre les recrutements pour aller chercher le *business* et dépasser les trente collaborateurs en 2020 ! »

Entreprendre et décentraliser

Créé en 2013 par Nicolas Pesson, lequel avait effectué l'essentiel de sa carrière chez KPMG, Acquisi se veut un « cabinet d'audit indépendant pluridisciplinaire », d'autant qu'il a été rejoint en 2014 par le cabinet Guit-Jomard & Associés. « J'avais envie de devenir entrepreneur, chef d'entreprise, en créant une structure à taille humaine », indique Nicolas Pesson. L'équipe de quinze personnes, convaincue qu'« il y a de la place pour se développer en conservant son indépendance » s'est fixé pour objectif de parvenir à une trentaine de collaborateurs, dont un quart dédié au TS.



Xavier Mesguich,
associé Eight Advisory.

Parmi les derniers arrivés sur le marché lyonnais, le parisien BM&A s'est décentralisé il y a deux ans en s'appuyant sur Alexis Thura, ex EY. Pour proposer lui aussi une offre large - audit, services financiers et support opérationnel -, ce dernier a constitué une équipe de sept personnes avec la perspective de se développer en respectant un équilibre entre les métiers. « Nous voulons toutefois rester une petite structure réactive, polyvalente avec une offre de type « couteau suisse » portée par des managers et associés très impliqués sur les missions », précise Alexis Thura.

Au final, les « Petit Poucet » du TS finissent par constituer des équipes qui, pour certaines, tiennent la dragée haute aux *Big*. Certes, ils n'ont pas leur renommée et, de fait, on les trouve encore très souvent

à l'achat. De même, ces cabinets ont tous commencé avec une clientèle de fonds, avant de conquérir les *corporate*. Mais Advance, par exemple, se targue de travailler désormais autant pour les uns que pour les autres tandis que Eight s'est fixé pour objectif d'abaisser à 70 % cette année la part de chiffre d'affaires réalisée avec les fonds, contre 90 % l'an passé. Quant à leur proximité de fait avec leurs clients... elle n'est

qu'un atout parmi d'autres : la région est rapidement un terrain de jeu trop petit pour assouvir leurs ambitions. « Les acteurs du TS sont sans doute trop nombreux à Lyon aujourd'hui », juge Arnaud Vergnole qui n'a réalisé qu'un quart de son chiffre d'affaires 2015 avec des dossiers en Rhône-Alpes. « Nos activités sont désormais équitablement réparties entre Paris et province. »



Photo : DR

Arnaud Vergnole,
associé Advance Capital.

Le Graal de l'international

Dans ces conditions, que reste-t-il aux *Big* et autres grands noms ? « La concurrence est vive sur les DD financières et il est devenu très compliqué de se démarquer sur ce segment », concède Robert Dambo, DG, directeur des régions et directeur de la région Centre-Est chez Grant Thornton, qui a étoffé son équipe TS dernièrement avec Alain-Régis Grail, un ex PwC passé par l'entreprise. « Mais pour moi, l'une des évolutions majeures de notre marché réside dans l'internationalisation des opérations, au-delà même de l'Europe désormais. Et il faut pouvoir accompagner ses clients où qu'ils aillent, même très loin ! » Même écho chez Mazars où l'on a reconstruit une équipe TS, après le départ de l'équipe en

place chez PwC fin 2012, autour de Catherine Prot avec l'arrivée récente d'un deuxième *senior manager* en la personne de Xavier Klein en provenance de... PwC. « Nous avons une dizaine de missions de coordination d'équipes TS à l'étranger sur l'exercice en cours, essentiellement

pour le compte d'acteurs corporate », confirme le duo qui équilibre ses interventions entre *corporate* et fonds PE, mais est très demandé pour des DDA (trois quarts des dossiers). Plutôt versé *corporate* (60 % de ses sujets) et *buy side* (70 % de ses dossiers), Eric Boucharlat, en charge du TS pour Deloitte à Lyon où il a monté une équipe d'une dizaine de personnes depuis 2008, revendique 15 % de son activité *cross border*. « Je ne souhaite pas me cantonner à une logique territoriale, d'autant que j'ai l'intention d'étoffer encore mon équipe, explique l'associé. Et je ne pourrai continuer à recruter des profils bilingues en ne leur proposant d'intervenir que sur des *deals* régionaux ! »

Le jeu des différenciations

Les grands cabinets capitalisent donc sur la force de leur réseau (à l'international notamment) et la densité de leur offre pour se différencier

8 EXPERTISES POUR UNE INFINITÉ DE SOLUTIONS



Transactions

Restructuration

Transformation

Avec plus de **1000 missions** réalisées en 5 ans, **700 clients** nous ont déjà accordé leur confiance. Notre groupe s'appuie sur **200 collaborateurs** dont **21 associés**, et un **réseau de partenaires à l'international** basé en Europe et dans les BRICs.

Pascal Raidron, Eric Demuyt, Cédric Colaert, Alexis Karklins-Marchay, Justin Welstead et leurs associés ont à cœur de mettre au service des dirigeants, actionnaires ou investisseurs potentiels leurs expériences, l'implication des équipes, la signature d'un cabinet reconnu, 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

SW/15011 - 01 20 39 99 00 - 40118 - Membre 7902142

des acteurs plus petits qu'eux. Avec une proposition « multispécialité » leur permettant d'intervenir en amont et en aval des *deals*, quasi sur tous les fronts - fiscal, droit du travail, IT, ESG, évaluation... -, avec pour promesse de sécuriser au maximum les process jusqu'au terme des opérations, voire au-delà, « et ainsi démontrer que nous sommes en capacité de mettre en œuvre les recommandations de nos rapports », explique Robert Dambo. Mais sur ce terrain de l'offre élargie, les « petits » acteurs, certes pas avec les mêmes armes, ne restent pas les bras croisés à l'exemple de Eight - qui lance l'activité de « transformation », déjà bien avancée à Paris - ou encore des cabinets qui d'emblée, proposent à leurs clients de s'inscrire dans la durée. « Nous ne nous sommes pas concentrés sur le seul TS car il m'a semblé plus intéressant d'élargir notre base de services pour offrir à nos clients PE une palette d'interventions qui couvre leurs besoins », explique par exemple Nicolas Pesson, d'Aequifi.

Recruter, un enjeu majeur

Finalement, les VDD sont peut-être le seul bastion qui résiste encore aux *outsiders* du TS. « C'est un document obligatoire mais auquel personne ne croit et moins rentable, pour celui qui le produit, qu'une FDD », tacle un acteur du marché. « En revanche c'est un formidable



Photo : DR

Eric Boucharlat,
associé,
en charge
du TS à Lyon
Deloitte.

outil commercial car c'est un outil qui circule et contribue à faire - ou défaire - la réputation d'un cabinet... ». « Elles pèsent environ 10 % dans notre chiffre d'affaires », concède Arnaud Vergnole qui observe cependant qu'elles tendent à se développer sur les deals primaires, réalisées par de « petits cabinets » sur des PME.

Mais la puissance de la marque semble être la plus forte. D'autant que « les VDD deviennent stratégiques pour une nouvelle classe d'acteurs : les assureurs qui prennent en charge la garantie de passif à la place des cédants », affirme Eric Boucharlat. Cependant, pour tous les acteurs du TS, petits ou grands, recruter est l'enjeu majeur. Les grands tablent encore sur leur nom et sur leur capacité à transformer leurs auditeurs et/ou des juniors en professionnels expérimentés du TS... Quant aux « petits », ils proposent une « ambiance de travail ». Et tous misent sur... Lyon pour attirer des managers las de Paris ou des Lyonnais qui cherchent à revenir entre Rhône et Saône. ■



Grant Thornton, un acteur de référence en matière de transactions, en France comme à l'international.

*Due Diligences financières • Due Diligences IT et digitales • Due Diligences opérationnelles
Due Diligences ESG • Due Diligences assurance • Due Diligences pensions • SPA Advisory*

Les 80 professionnels de l'activité *Transaction Advisory Services* de Grant Thornton accompagnent en France comme à l'étranger, les actionnaires, entreprises et fonds d'investissement sur l'ensemble de la chaîne de création de valeur des transactions.

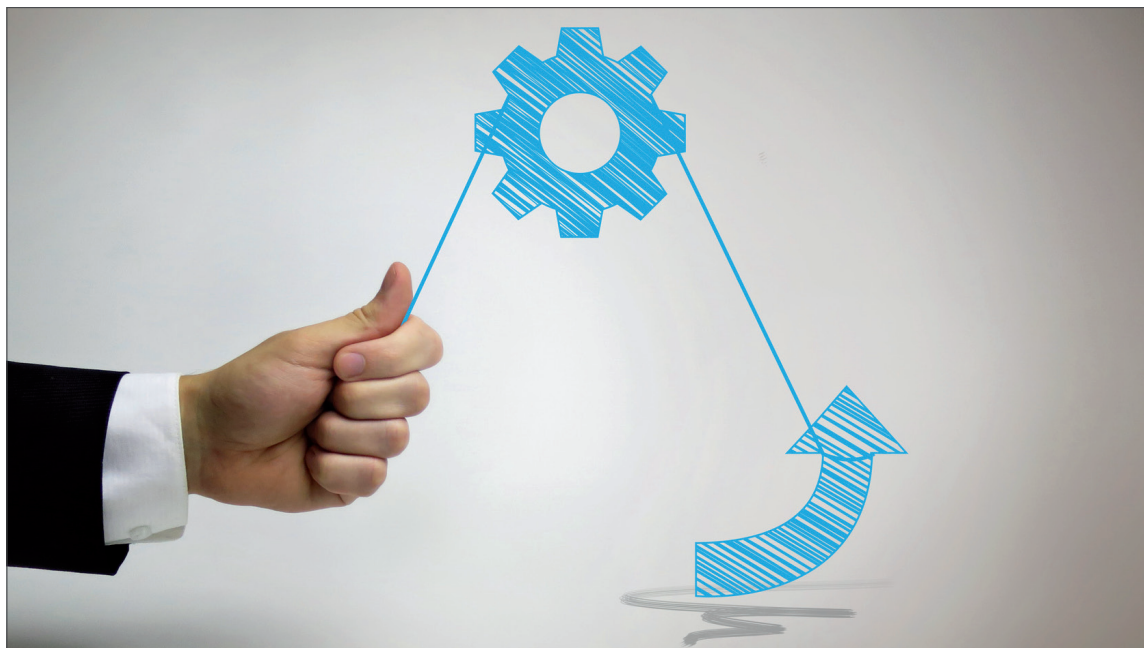
contactTAS@fr.gt.com

www.grant-thornton.fr



Grant Thornton

L'instinct de la croissance™



audrey_bergy / Fotolia.com

Le moral (presque) au beau fixe !

Le non coté reste une classe d'actifs très prisée par les LPs : plus de 590 Md\$ ont été investis l'an passé. Mais les heureux élus sont moins nombreux, les LPs renforçant leurs exigences. Pour le *mid-cap* français, où une vingtaine de fonds se concurrencent, l'enjeu est de taille.

Par Luc Bontemps



Quand les taux d'intérêt sont bas, tout va pour le *private equity*. En 2015, selon Preqin, les levées de fonds devraient égaler ou légèrement excéder le montant établi en 2014, soit 590

Md\$, ce qui marquera la cinquième année consécutive de hausse et la troisième à plus de 500 Md\$. D'aucuns estiment même que les levées sont en fait revenues à leurs niveaux record d'avant-crise, avec un pic de

688 Md\$ en 2008. « Les statistiques ne prennent pas en compte les apports réalisés en dehors des souscriptions de nouveaux véhicules, à l'exemple des mandats de gestion qui se sont considérablement développés ces dernières années », explique Antoine Dréan, le fondateur de Triago, qui a notamment conseillé la levée de Sofinnova VIII, bouclé à hauteur de 300 M€ en décembre dernier. Mais à y regarder de plus près, le tableau n'est pas tout rose. Selon Preqin, le niveau de *dry powder* s'est encore accru en 2015, pour établir un nouveau record à 1 343 Md\$, dont 752 Md\$ dédiés au *buyout* et au *venture capital*. « C'est la troisième hausse consécutive des niveaux de *dry powder*, démontrant les difficultés qu'ont les GPs à déployer leur capital », signale le rapport annuel de Preqin.



Photo : DF

« *Les LPs ont tout simplement appris le métier* »

Antoine Dréan,
associé fondateur, Triago.

Un couple rendement/risque imbattable

La cherté des actifs n'est pas étrangère à ces difficultés, le niveau des valorisations étant même devenu le principal challenge identifié

par les GPs pour l'exercice 2016, d'après le fournisseur de données. Un challenge que d'aucuns relativisent. « Les multiples sont certes élevés mais ils s'appliquent uniquement aux très beaux actifs, contrairement à la période d'avant-crise où les GPs étaient moins regardants sur leur qualité. De plus, ces derniers sont devenus beaucoup plus habiles à créer de la valeur, notamment du fait de la forte concurrence qui les incite à être plus inventifs. Et à travers la crise, ils ont aussi beaucoup progressé dans la maîtrise du risque », analyse Antoine Dréan, dont l'équipe conseille actuellement une demi-douzaine de levées pour des fonds

étrangers, dont l'américain Z Capital. Pour autant, les LPs ne sont pas dupes et savent pertinemment qu'ils ne souscrivent pas aujourd'hui les meilleurs millésimes. « Ils ont déjà intégré le fait que les performances futures n'égaleront pas les objectifs qu'ils pouvaient espérer avant la crise. Pour autant, cela n'affecte pas l'attractivité relative du *private equity*. Dans un contexte de taux obligataires très bas, aucune autre classe d'actifs ne peut

leur apporter un couple rendement/risque aussi performant », indique Jean-Christel Trabarel, fondateur du conseil stratégique et agent de placement Jasmin Capital.

Concentration des portefeuilles de LPs

Bien qu'intact, l'attrait du *private equity* ne profite pas uniformément à tous les GPs. Au contraire même, car les LPs se concentrent toujours davantage sur un nombre plus réduit de véhicules. En 2015, Preqin a ainsi recensé 1 062 *closings* de nouveaux fonds, soit 332 de moins qu'en 2014 et le plus bas niveau observé depuis 2010. « Cette concentration induit des tickets d'investissement en augmentation. Les ratios d'emprise, classiquement 10 %, imposent des tailles minimales de fonds de 100 voire 200 M€ », estime Jean-Christel Trabarel, dont l'équipe a conseillé quatre levées en 2015, dont celle d'Acto Mezzanine II, à 210 M€. Un nouveau facteur concourt également à la concentration du marché : la tendance des LPs à favoriser des gérants capables de leur proposer plusieurs segments de marché (*small, mid* et *large cap*) ainsi qu'une large palette d'actifs (*buyout*, dette privée, infrastructures, immobilier, énergies renouvelables...). « La couverture d'un large spectre d'investissement n'est plus l'apanage de quelques grandes firmes, à l'exemple de Carlyle, pionnière en la

matière. Aujourd'hui, c'est devenu une demande des LPs, et elle ne s'adresse pas seulement aux grands GPs mais également à ceux de taille moyenne », rapporte Antoine Dréan. Pour sa part, le paneuropéen IK Investment Partners a récemment étendu son activité au *small cap*, après 27 ans de présence dans le seul *mid cap*, avec un véhicule dédié de 277 M€ bouclé en mars dernier (lire l'article page 61). Même les acteurs régionaux s'affairent à diversifier leur activité, à l'instar de M/Capital Partners (ex-Midi Capital) qui s'est lancé dans la levée d'un premier fonds de dettes mezzanine et senior. « L'objectif est de bâtir une plateforme complète de produits et services, de sorte à créer un continuum de financement qui va de l'amorçage à l'introduction en bourse », expose Rudy Secco, le président de M/Capital Partners. Bien sûr, la réduction du nombre de lignes dans les portefeuilles des LPs signifie aussi une consolidation du marché, tous les gérants ne pouvant développer une plateforme. Les agents de placement sont d'ailleurs de plus en plus sollicités pour des rapprochements entre GPs (lire l'encadré page 58).

Un *mid cap* français hyper-compétitif

En France, l'Afic a fait état d'un exercice 2015 satisfaisant sur le front des levées, qui s'établissent autour des niveaux d'avant-crise, avec

Annoncez dans CFNEWS Magazine !

CFNEWS Magazine est un trimestriel digital en accès **libre** qui vous permet de valoriser votre savoir faire auprès de l'ensemble des acteurs du corporate finance. Interactif et innovant il vous permet d'apporter de la précision et de la profondeur à votre message grâce à l'insertion de liens URL de votre choix.

En « Une » pendant 3 mois, CFNEWS Magazine reste ensuite disponible dans notre bibliothèque dédiée, et vous assure donc une visibilité illimitée auprès de votre cible.



 **CFNEWS**
L'INFO DU CORPORATE FINANCE

Découvrez les offres annonceurs



LE M&A S'ACTIVE EN PRIVATE EQUITY

À en croire les agents de placement, les rapprochements entre équipes de gestion vont bon train. « C'est d'ailleurs devenu pour nous une activité à part entière », souligne Antoine Dréan, dont l'équipe détient actuellement quatre mandats à l'achat. Tous concernent des clients qui veulent s'étendre dans une autre région ou un segment différent du *private equity*, et non pour fusionner avec un concurrent direct - un cas de figure improbable. Le constat vaut également pour Jasmin Capital, qui a pour rappel conseillé le rapprochement

entre OTC Agregator, un spécialiste des fonds fiscaux, avec l'expert du *deal by deal* Ardens, pour donner naissance à Apicap en septembre dernier. « Nous détenons actuellement deux mandats, l'un pour un gestionnaire de fonds fiscaux qui cible un gérant institutionnel du *small caps*, l'autre pour un *family office* qui veut acquérir une équipe de gestion », précise Jean-Christel Trabarel. Les agents se montrent toutefois prudents quant à l'aboutissement des négociations, souvent torpillées par des conflits de personnalités. ■

9,7 Md€ engrangés. Une récolte un peu inférieure à celle de 2014 (10,1 Md€) mais qui n'inclut aucun *closing* d'un véhicule supérieur à 1 Md€. Dans le mid-market, en revanche, la concurrence est toujours aussi vive. Triago recense ainsi 27 équipes en cours de levée sur le segment des fonds de 100 à 500 M€. Pour sa part, Jasmin Capital en dénombre 18 sur le segment allant de 100 à 400 M€, qui cherchent à récolter au total 4,5 Md€. Un montant bien supérieur aux capacités du marché français, tant en termes de capital à lever qu'à déployer. En outre, selon l'agent de placement, bon nombre de ses équipes semblent similaires aux yeux des LPs dans leur approche du métier : des fonds généralistes qui font des *deals*

intermédiés par des banques d'affaires. « Alors que la différenciation des équipes de gestion est aujourd'hui le sujet clé pour attirer les souscripteurs », souligne Jean-Christel Trabarel. Chose toutefois plus facile à dire qu'à faire. « Même si la plupart des gérants revendique une origine propriétaire et un fort accompagnement stratégique et opérationnel des sociétés en portefeuille, la réalité s'avère parfois différente lors des "*references calls*" réalisés par les LPs », ajoute-t-il.

Parmi les GPs qui ont récemment réussi à convaincre les LPs figurent Latour Capital et BlackFin, tous deux conseillés par Jasmin Capital. Le premier, qui se spécialise dans les opéra-

tions primaires et les *spin-off* de grands groupes, a atteint le *hard cap* de son deuxième millésime, à 300 M€, contre 115 M€ pour le premier. De même, Black-Fin, dédié au secteur des services financiers, a atteint 400 M€. Une collecte deux fois supérieure à la précédente, et qui a surtout

été alimentée par la forte progression de la taille des tickets de ses LPs. En mars dernier, Pechel Industries a bouclé son quatrième véhicule à 160 M€. Au delà de son *track record*, le spécialiste des opérations de capital-développement a notamment fait valoir sa différence dans le choix des cibles. « Nous aimons les situations atypiques, les secteurs qui semblent démodés, mais qui peuvent au contraire s'avérer très résilients, comme celui des pièces automobiles », indique Jean Gore, associé fondateur de Pechel Industries.

Toujours dans le *mid cap*, figurent également quelques nouveaux venus sur le chemin de la levée, dont Siparex, qui ambitionne de collecter 250 à 300 M€, contre 200 M€ en 2014, afin de mieux se positionner sur les ETI. Amundi PEF vise aussi à collecter 250 M€, mais avec un angle particulier. Le spécialiste du minoritaire *mid cap* emmené par Stanislas Cuny vise à soutenir les PME qui

«*La différenciation est devenue le sujet clé pour attirer les LPs*»

Jean-Christel Trabarel,
associé fondateur,
Jasmin Capital.



Photo : DR

profitent des “*megatrends*” - les tendances qui révolutionnent le monde, à l’instar de la globalisation, du vieillissement de la population, ou des changements sociétaux comme la consommation responsable ou “*bio*” (lire l’article page 61).

Les méga-fonds à nouveau choyés

Dans l’*upper mid* et *large cap*, l’exercice 2016 sera marqué par la levée du fonds VI d’Astorg Partners. Ce véhicule qui vient d’ouvrir sa deuxième ligne avec Parkeon viserait plus de 1,5 Md€, soit 50 % de plus que le fonds V, avec un *hard cap* fixé à 2 Md€. Un montant qui ne sera pas de trop pour pouvoir concurrencer les anglo-saxons. Cinven vient de boucler son sixième fonds à hauteur de 7 Md€, pour un objectif de 5,5 Md€, tandis qu’Advent International a récolté 13 Md\$ pour son huitième et plus gros fonds historique.

PRINCIPAUX FONDS LEVÉS DEPUIS LE 1^{ER} JUILLET 2015

NOM	MONTANT *	INVESTISSEURS
ARDIAN (FONDS DE FONDS)	12 386	ARDIAN FONDS DE FONDS VII
ADVENT INTERNATIONAL	12 000	GPE VIII LIMITED PARTNERSHIP
EQT	6 500	EQT VII
THE CARLYLE GROUP	3 750	CARLYLE EUROPE PARTNERS IV (CEP IV)
KKR	3 318	KKR EUROPE IV
MONTAGU PE	2 750	MONTAGU V
ARDIAN (PRIVATE DEBT)	2 000	AXA PRIVATE DEPT III
ARDIAN (CO INVESTISSEMENT)	1 100	ARDIAN CO-INVESTMENT FUND IV
FIVE ARROWS MANAGERS (FAM)	775	FIVE ARROWS PRINCIPAL INVESTMENTS II 'FAPI II'
ARTEMID	345	ARTEMID SENIOR LOAN

*en M€

SOURCE : CFNEWS

« Nous avons été sursouscrits à hauteur de 20 Md\$, mais nous étions déterminés à respecter notre objectif, afin d'investir dans de bonnes conditions », précise Cédric Château, directeur associé et responsable du bureau d'Advent International à Paris. De fait, le *large cap* a retrouvé la faveur des LP's, qui s'en étaient largement détourné au plus fort de la crise. En décembre dernier, Blackstone a ainsi bouclé le cinquième plus gros fonds de l'histoire du *buyout*, selon Preqin, avec un huitième millésime de 18 Md\$. De son côté, KKR est tout proche de clore son premier fonds dédié au marché européen depuis 2008, à hauteur de 3,5 Md€. Celui-ci rivalisera avec deux autres méga-fonds européens, Montagu

Fund V, bouclé à hauteur de 2,75 Md€ en septembre dernier, et Carlyle Europe Partners IV, lancé en juillet dernier avec 3,75 Md€. Côté français, à signaler également la levée du quatrième fonds de co-investissement d'Ardian, à hauteur de 1,1 Md€ fin 2015.

Un *private equity* plus fluide

Outre le regain de forme du *large cap*, le *private equity* est également porté par la forte activité de son marché secondaire. Ardian vient de lever un septième fonds de fonds record de 14 Md\$, dont 10,8 Md\$ destinés à ce marché. « Nous pouvons maintenant dire que le marché secon-

daire est arrivé à maturité. Le *private equity* était historiquement une classe d'actifs non liquide. Mais notre dernière levée de fonds confirme l'émergence d'un marché secondaire liquide qui a le potentiel de transformer le caractère de cette classe d'actifs », estime Olivier

Decannière, responsable UK et membre du comité exécutif d'Ardian. En effet, en une quinzaine d'années, le marché secondaire est passé de 1 Md\$ à près de 40 Md\$. « Le marché secondaire est de moins en moins utilisé comme une sortie de secours, et de plus en plus comme un outil de gestion qui permet aux LPs d'affiner leurs allocations au *private equity* », indique Antoine Dréan. Les prix pratiqués sur le marché secondaire en témoignent. « Il n'est plus rare de voir des décotes d'illiquidité à un chiffre, alors qu'elles atteignaient souvent 15 à 20 % il y a encore quelques années », rapporte Olivier Decannière.

Il y a cependant des acteurs du *private equity* qui peinent à lever actuellement : les fonds de fonds primaires, et plus exactement ceux de petit taille. « La moitié d'entre eux peinent à trouver des LPs, alors même qu'ils peuvent afficher des bons rendements », indique



Photo : DR

« Le marché secondaire est arrivé à maturité »

Olivier Decannière,
responsable UK et membre
du comité exécutif d'Ardian.

Antoine Dréan. En fait, leurs difficultés sont également un signe de la maturité du marché du *private equity* : en devenant de plus en plus sophistiqués, les LPs sont aussi devenus plus autonomes et capables d'investir directement. « Ils ont tout simplement appris le métier », conclut le fondateur de Triago. ■

À LIRE AUSSI SUR CFNEWS EN LIGNE

- [Closing final pour IK Small Cap I](#)
- [Amundi PEF mise sur les megatrends](#)
- [Closing final pour Pechel Industries IV](#)
- [Advent clôt un nouveau fonds record](#)
- [Nouveau fonds de fonds record pour Ardian](#)

TÉLÉCHARGEZ L'ARTICLE



Retrouvez tous les anciens numéros de CFNEWS Magazine dans notre bibliothèque



CFnews
Corporate Finance News

Accédez à la bibliothèque

