

CFNEWS

magazine

SEPTEMBRE 2017 - N°15

LBO

Des astres bien alignés

Financement

Le large choix d'outils tire le marché

Capital-innovation

VC et corporate VC : je t'aime, moi non plus

Cahier spécial Immobilier

Le nouveau goût du risque des zinzins change la donne

Votre partenaire en Corporate Finance

Fusions-Acquisitions

ARDIAN
a acquis 60% de
on
assystem
Global Product Solutions
550 M €
Conseil de l'acquéreur
2017 

Moret Industries
GROUP
a cédé
Ensival Moret
à
SULZER
Conseil du vendeur
2017  

Les actionnaires familiaux
ont cédé
LES MARCHES DU VOYAGE
à
LECLERC
Conseil du vendeur
2016 

AQUASOURCA **M. CHAPOUTIER** **CAMELEON**
ont cédé
JARIS
à
Emile Henry
Conseil du vendeur
2016 

Debt Capital Market

BIOGROUPLCD
biologie médicale
Term Loan B et RCF
605 M €
Conseil de la société
2017 

ARGAN
sociétés immobilières logiques
Emission obligataire
130 M €
Sole Bookrunner
2017 

Laurent-Perrier
CHAMPAGNE
Emission obligataire privée et mise
en place d'une ligne de crédit
520 M €
Conseil de la société
2017 

gemalto
security solutions
Placement privé dollar
100 M \$
Unique Bookrunner
2017  

Equity Capital Market

PRODWAYS
Financement pré-IPO et IPO sur le
marché Euronext Paris
Fonds levés : 58,4 M €
Capi. boursière : 283 M €
Conseil de la société
2017 

NextStage
IPO sur le marché Euronext Paris
Capi. boursière : 152 M €
Lead Manager et Bookrunner
2016 

GREENYARD
Placement privé d'obligations
convertibles 5 ans
Fonds levés : 125 M €
Co-Bookrunner
2016 

Bone Therapeutics
IPO sur les marchés Euronext
Paris et Bruxelles
Fonds levés : 31 M €
Co-Lead Manager et
Co-Bookrunner
2015  

Ingénierie boursière

bpi france
Expertise indépendante sur
l'acquisition d'une participation
minoritaire indirecte de 2,2% dans
ST
STMicroelectronics
2016 

GAMELOFT
Défense contre une offre publique
d'achat non sollicitée de
vivendi
700 M €
2016 

SAFRAN
AEROSPACE DEFENCE SECURITY
Offre publique d'achat suivie
d'un retrait obligatoire de
SAFRAN
Technofan
135 M €
2016 

GROUPE SFPI
IPO sur le marché Euronext Paris
par voie de fusion inversée
Capi. boursière : 322 M €
Bookrunner
2015 

Sommaire

CFNEWS MAGAZINE. N°15 - SEPTEMBRE 2017



© Sergey Nivens - Fotolia.com

- | | | |
|----|--|---|
| 5 | Edito
Cocktail « trop » vitaminé ? |  |
| 6 | LBO
Des astres bien alignés |  |
| 18 | Valorisation : les signes de surchauffe ! |  |
| 22 | Cahier spécial immobilier
Le nouveau goût du risque des zinzins
change la donne |  |
| 34 | Financement
Le large choix d'outils tire le marché |  |
| 44 | Capital-innovation
VC et corporate VC : je t'aime, moi non plus |  |

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 : Houda EL BOUDRARI, Sophie DA COSTA, Jean-Philippe MAS, Baptiste RUBAT DU MÉRAC. Hébergeur : SMILE S.A., 20 rue des Jardins, 92600 Asnières-sur-Seine, France.

© Tous droits réservés CFNEWS 2017 - Crédit couverture : Sergey Nivens - 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.

Laissez-vous guider par nos experts

Nous vous accompagnons dans toutes vos opérations d'acquisition, de cession, de rapprochement ou de restructuration.

Nous gérons avec et pour vous la complexité inhérente à ces projets et vous apportons des réponses sur mesure dans l'ensemble de leurs aspects juridiques et fiscaux.

Acquisition par le groupe **NGE**
du groupe **Vaglio**
Juillet 2017

Acquisition par **Synlab** de
ALControl
Juillet 2017

Acquisition par **Ramsay Générale de Santé** de l'**Hôpital Privé de l'Est Lyonnais** auprès du groupe **Noalys**
Juillet 2017

Cession par la **Compagnie Nationale de Navigation** de sa filiale **Compagnie Maritime Nantaise** au groupe **Sogestran**
Juin 2017

Cession par **Ramsay Générale de Santé** du **Clos Saint Jean** au groupe **Domusvi**
Juin 2017

Cession par **Gaumont** de sa participation dans **Les Cinémas Gaumont Pathé** à **Pathé**, suivie d'une Offre publique de rachat d'actions sur les titres **Gaumont**
Mai/Juin 2017

Acquisition par **Lonsdale Capital Partners** d'**ACA Marine**
Mars 2017

Acquisition par **Biogroup-LCD** de **Les laboratoires Associés (LLA)**
Mars 2017

Acquisition par **Groupe D Immobilier** d'un portefeuille de dix actifs immobiliers (bureaux et commerces) auprès du groupe **Rynda**
Décembre 2016

Vos contacts

L'équipe Corporate / Fusions et acquisitions

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, Bogota, Bratislava, Bristol, Bruxelles, Bucarest, Budapest, Casablanca, Cologne, Dubai, Düsseldorf, Édimbourg, Francfort, Funchal, Genève, Glasgow, Hambourg, Hong Kong, Istanbul, Kiev, Leipzig, Lima, Lisbonne, Ljubljana, Londres, Luxembourg, Lyon, Madrid, Manchester, Medellín, Mexico, Milan, Monaco, Moscou, Munich, Muscat, Paris, Pékin, Podgorica, Prague, Reading, Rio de Janeiro, Riyad, Rome, Santiago du Chili, Sarajevo, Séville, Shanghai, Sheffield, Singapour, Sofia, Strasbourg, Stuttgart, Téhéran, Tirana, Utrecht, Varsovie, Vienne, Zagreb et Zurich.

Your World First
cms.law/bfl

Edito



Photo : Anca Partouche - Ankalab

Cocktail « trop » vitaminé ?

Enthousiaste, boulimique, réfléchi ou inconscient ? Le marché du LBO a démarré l'année sur les chapeaux de roue, avec plus de 130 opérations au compteur dans l'Hexagone selon les données CFNEWS. Dans le monde, ce serait déjà plus de 200 Md\$ de transactions enregistrées. Une phase exceptionnelle due à un contexte presque parfait que CFNEWS Magazine a souhaité décrypter pour vous en cette rentrée. Les deux enquêtes sur le bilan des LBO : « Un parfait alignement des astres » (lire page 6) et sur le financement : « Le large choix d'outils tire le marché » (lire page 34) révèlent les raisons de cet engouement qui favorise et booste tout l'écosystème « haut de bilan » : fonds, conseils, banquiers, avocats. Le marché secondaire, surtout, profite à plein de ce cocktail vitaminé mais avec une conséquence connue de tous : les valorisations s'emballent, les multiples de dette aussi. Tous les acteurs ne peuvent donc suivre et certains jettent l'éponge, trop inquiets pour leur TRI futur. À tort ou à raison ? (lire page 18).

Cette phase active profite aussi à plein aux *start-up* ou ETI en devenir. Jamais le capital-innovation tricolore n'avait eu autant la cote.

Les levées de fonds records s'enchaînent, ne laissant plus les industriels indifférents. Ces derniers sont désormais de plus en plus nombreux à rejoindre les autres LP lors des levées de VC. Mais attirés par l'innovation, ils n'hésitent plus à investir également en direct dans les *start-up* les plus prometteuses. Une co-habitation qui n'est pas toujours des plus simples même si la recherche de synergies émane des deux camps, comme le montre l'enquête : « VC et *corporate* VC : je t'aime, moi non plus » (lire page 44).

Dernier focus de ce quinzième magazine : « les zinzins et l'immobilier ». Leur nouveau goût du risque élargit leur horizon de placement vers des actifs plus alternatifs, dont certains sont proposés par des gérants issus du monde du *private equity*. Réunie dans un cahier immo, cette enquête se retrouve aussi, en ligne, sur le nouveau site www.cfnewsimmo.net. Lancé il y a six mois, il a déjà su séduire de nombreux acteurs clés de l'immobilier. Merci à eux et à tous nos lecteurs, fidèles et passionnés. Bonne lecture.

Agathe ZILBER, directrice de la publication.

Des astres bien alignés

Surabondance de « poudre sèche », profusion de financements et PME en croissance : les deals *mid-market* continuent sur leur lancée.



Houda El Boudrari



Vous avez aimé 2016 ? Vous adorerez 2017 ! Le marché du LBO français poursuit sur sa lancée boulimique. Selon les statistiques de la base de données de CFNEWS, 134 LBO portant sur des cibles françaises ont été recensés au cours du premier semestre, soit une progression de 11 % par rapport à la même période en 2016. « Contrairement aux années électorales précédentes, les élections présidentielles n'ont cette fois-ci eu aucun impact : ni sur la rapidité d'exécution, ni sur les valorisations, ni sur le *quantum* de dette », constate Philippe Guézenec, associé de Clearwater International, boutique M&A qui a notamment conseillé ces derniers mois IK dans la reprise de Colisée à Eurazeo PME, et Montagu PE dans la cession de St Hubert à l'investisseur chinois Fosun. « Les incertitudes liées au contexte politique national ont plutôt agi comme un accélérateur de transactions, profitant de la fenêtre de tir avant le second tour, puis portées par l'effet euphorisant des résultats de l'élec-

tion », constate son confrère Jean-Baptiste Marchand, associé de Natixis Partners. Cette effervescence a été particulièrement palpable sur le cœur du *mid-market* qui a connu un semestre record sous l'effet

combiné d'une quantité phénoménale de « poudre sèche » à déployer, d'une profusion de financements à bas coûts et d'une nette amélioration des *current trading* des PME et ETI hexagonales (voir tableau page 12 des principales opérations du *mid-cap*). Bref, tous les voyants étant au vert, les *closing* se sont multipliés jusqu'en plein cœur de l'été, rompant avec la douce accalmie habituelle qui gagne le secteur à partir de fin juin. Les LBO secondaires sur Bruneau et Bretèche Industrie ont ainsi été annoncés à la toute fin de juillet. Le distributeur de fournitures de bureaux a été cédé par Weinberg à Equistone pour 250 M€.

Lequel Equistone a cédé de son côté le fournisseur nantais d'équipements pour l'industrie agro-alimentaire Bretèche à IK pour 290 M€. L'équipe parisienne de l'investisseur scan-



Photo: DR

« On peut inciter les fonds à faire des offres préemptives à condition d'avoir réalisé un important travail en amont »

**Philippe Guézenec, associé
Clearwater International.**

dinave, qui a atteint son *hard cap* pour son fonds VIII à 1,85 Md€ l'automne dernier, s'est d'ailleurs particulièrement illustrée ce premier semestre en signant coup sur coup la reprise du groupe d'Ehpad Colisée à Eurazeo PME, le LBO primaire du fabricant familial rhônalpin de flacons plastiques Pinard Emballages et donc le LBO ter sur Bretèche Industrie.

« *Quand nous réalisons des LBO secondaires, c'est avec une configuration de primaire* »

Karel Kroupa, associé Argos Soditic.



Photo : DR

Sortir des sentiers battus

Avec les records de levée atteints ces derniers mois, le nerf de la guerre est plus que jamais la capacité à déployer. « Notre dernier fonds de 4 Md€ levé en 2016 a déjà été investi à 40 % dans sept opérations dont 5 deals primaires ou hors *process* », indique Philippe Poletti, membre du comité exécutif d'Ardian et responsable de l'activité *Mid-Cap Buyout*. Pour ce faire, le *leader* du non-coté français n'hésite pas à sortir des sentiers battus. Ces derniers mois, il a pris le marché de court à plusieurs reprises, en orchestrant un LBO majoritaire sur le distributeur lyonnais Grand Frais, un an à peine après l'opération minoritaire menée par Sagard. Ou en se lançant dans un *carve-out* atypique avec la prise de participation de 60 % de GPS, l'activité de R&D externalisée d'Assystem. Le

secret ? Il n'y a pas de recette miracle : une sélection drastique pour miser sur le bon cheval et maximiser le taux de conversion des projets sur lesquels les équipes d'Ardian planchent : « Sur une centaine d'opportunités, nous nous concentrons sur une vingtaine pour réaliser 4 à 5 opérations par an. Dans un environnement de prix élevé, nous misons sur les très beaux actifs avec un gros potentiel de développement à l'international », indique Philippe Poletti, qui aura ainsi signé le seul LBO primaire de l'*upper mid-cap* français ce semestre avec GPS. Car le marché est désormais mature, *ultra-intermédiaire* et *quasi-trusté* par le secondaire. Exit les belles endormies de la décennie précédente, les *carve-out jack-pot* des conglomérats diversifiés, les entreprises familiales qui ronronnent ou les *business unit* de grands groupes qui découvrent leur potentiel de croissance. Même les spécialistes histo-

C L I F F O R D

C H A N C E

LA FORCE D'UN LEADER INTERNATIONAL DU PRIVATE EQUITY À VOS CÔTÉS

Présent à Paris depuis plus de 50 ans, Clifford Chance accompagne ses clients, fonds d'investissement et banques, acteurs leaders du marché du Private Equity en France et à l'international, sur l'ensemble des aspects juridiques de leurs opérations stratégiques.

Reconnue pour ses expertises sectorielles et ses solutions innovantes, notre équipe offre une combinaison unique de couverture internationale (avec 33 bureaux répartis dans 23 pays) et de savoir-faire d'excellence des meilleurs avocats dans de nombreuses disciplines, telles que :

- Fusions & Acquisitions
- Structuration fiscale
- Financement d'acquisition et high-yield
- Structuration de fonds
- Pacte d'actionnaires
- Introduction en bourse
- Gouvernance
- Restructurations
- Management packages et schémas d'intéressement
- Concurrence
- Actionnariat salarié et épargne salariale
- Contrats commerciaux

IFLR Europe Awards 2017 – Private Equity Team of the Year

IFLR Europe Awards 2017, 2016, 2015, 2014 – France Law Firm of the Year

Chambers Europe Awards 2016, 2015, 2013 – France Law Firm of the Year

#1 law firm in Chambers Global Top 30 2017

Overall Legal Advisor of the Year – Private Equity Africa Awards 2017

Deals Legal Advisor of the Year – Private Equity Africa Awards 2017



Clifford Chance Paris

www.cliffordchance.com

La standardisation des process se généralise dans le smid-cap

« La dynamique du segment small et mid-cap a poussé à la standardisation des process avec une généralisation des Vendor Due Diligences (VDD) qui deviennent de plus en plus systématiques pour accélérer les prises de décision et mettre de l'huile dans les rouages », souligne Julien Passerat, associé fondateur du cabinet Ode-riis, qui réalise 80 % de son activité auprès des sponsors du mid-market. Dans un environnement ultra-compétitif, les investisseurs sont acculés à des due-diligences plus light, avec un droit de regard restreint sur les données analytiques. « On travaille de plus en plus sur des process avec des VDD et des timings serrés, un accès limité à l'information et des quotas de questions prédéterminés », confirme Olivier Poncin,

associé d'Advance Capital. Au risque de laisser passer des cadavres dans le placard ? « Les investisseurs sont prêts à payer cher mais uniquement des dossiers « blue sky », dès qu'ils entrevoient une anomalie, ils ajournent le process », assure l'auditeur indépendant. « Une bonne VDD se doit d'être aussi fouillée qu'une due-dil d'acquisition, ce n'est pas un produit de commodité, insiste Julien Passerat, qui se dit encore plus vigilant, en tant que pure player du smid-cap sur la qualité de ses audits, et qui refuse de se plier à l'exercice du « Data pack » où on aligne trois chiffres sur une slide en guise de livrable. « Le small-cap est considéré comme moins technique et moins noble alors que c'est tout à fait le contraire, il est bien plus dif-

riques des opérations primaires n'ont plus grand-chose à se mettre sous la dent, et doivent se rabattre sur un *deal-flow* plus standardisé. « Quand nous réalisons des LBO secondaires, c'est avec une configuration de primaire », tient à souligner Karel Kroupa, associé d'Argos Soditic. Autrement dit, l'opération comporte toujours une complexité la situant plus dans la famille du primaire : une transition managériale comme pour le groupe Compagnie des Desserts repris en toute fin 2016,

une sortie d'une mauvaise passe comme pour Lampe Berger cédé par Azulis après dix ans de détention et un pépin de parcours qui a bridé son élan de croissance, ou encore la passation de pouvoir d'un actionnaire atypique comme pour Zodiac auprès duquel il remplace Oaktree qui avait orchestré son *carve-out* il y a quatre ans. Un positionnement à rebours du marché où la majorité des acteurs cherchent à maximiser ses ressources sur des *deals* dits « faciles ».



Julien Passerat,
associé
Oderis.

Olivier Poncin,
associé d'Advance
Capital.

ficile et valorisant de reconstituer une compta analytique sur des chemins bien moins balisés que dans le haut du mid-market. » La difficulté en outre est que le périmètre d'audit porte de moins en moins sur les résultats déjà réalisés mais sur des

projections d'Ebitda sur l'année en cours, voire l'exercice suivant. « Nos travaux sont de plus en plus focalisés sur l'analyse du current trading et la cohérence de l'atterrissage en exploitation et en trésorerie, explique Olivier Poncin. L'enjeu est majeur sur la valorisation quand on arrive à revoir à la baisse les projections d'Ebitda un peu trop optimistes du management et du conseil M&A. » Ce qui promet des discussions assez animées sur les divergences de point de vue entre hommes du chiffre et hommes du business. « Nos validons le prévisionnel sur la base d'un ancrage historique extrêmement fort en challengeant le BP des dirigeants point par point, insiste le managing partner d'Oderis. Et si les projections sont portées par une dynamique de marché que nous ne maîtrisons pas, nous renvoyons la balle à un cabinet de conseil en stratégie, dont c'est le cœur de métier. »

La voie royale de la préemptive

« **N**ous apportons un soin particulier à construire un portefeuille équilibré avec un mix d'opérations primaires/secondaires et minoritaires/majoritaires », confie Florent Lauzet, associé de Siparex qui vient de signer, avec son nouveau Fonds Siparex ETI 4, le LBO majoritaire, et primaire, du conseil en ingénierie Apside Technologies après

avoir orchestré une opération secondaire, et minoritaire, sur le groupe nordiste de chimie fine Minafin en compagnie d'Edrip en début d'été. « Nous choisissons nos batailles pour concentrer toutes nos ressources sur les *deals* gagnables, autrement dit les opérations sur lesquelles nous détenons un avantage concurrentiel et un temps d'avance, souligne l'investisseur qui estime que, malgré le contexte ultra-concurrentiel, la plupart des acteurs du métier ont toujours des comportements rationnels et ne s'épuisent pas à courir tous les lièvres

LES 10 LBO LES PLUS IMPORTANTS DU MID-MARKET AU PREMIER SEMESTRE 2017

SOCIÉTÉ	TYPE D'OPÉRATION	ACQUÉREUR	VENDEUR	VALEUR * D'ENTREPRISE
GRUPE COLISEE	MBO Bis	IK INVESTMENT PARTNERS, MANAGERS	EURAZEO PME, ACTIONNAIRES FAMILIAUX	650
ASSYSTEM GLOBAL PRODUCT SOLUTIONS (GPS)	Spin Off	ARDIAN (MID CAP BUYOUT ET EXPANSION)	ASSYSTEM	550
CIPRES	MBO Bis	APAX PARTNERS, ALTAMIR, MANAGERS	TA ASSOCIATES	400
ELITECH GROUP	MBO Bis	PAI PARTNERS, MANAGERS	ERGON CAPITAL PARTNERS, NAXICAP PARTNERS, BNP PARIBAS DEVELOPPEMENT, ARKEA CAPITAL INVESTISSEMENT, IDIA CAPITAL INVESTISSEMENT, FONDATEUR(S)	350
WINOA GROUP	LBO Ter	KPS CAPITAL PARTNERS	KKR, BENNETT CAPITAL MANAGEMENT, DAVIDSON KEMMNER (DK) CAPITAL MANAGEMENT	300
CPK (CARAMBAR POULAIN KREMA)	MBO	EURAZEO, CERA CAPITAL, PERSONNE(S) PHYSIQUE(S)	MONDELEZ INTERNATIONAL	241
STACI	LBO IV	COBEPA	ICG	200
VIA LOCATION	LBO IV	DAVIDSON KEMPNER, TRITON PARTNERS	ICG	250-500
CHRYSO	LBO Bis	CINVEN	LBO FRANCE	250-500
GRUPE HMY (HERMES METAL YUDIGAR)	MBO Bis	LBO FRANCE, MANAGERS	SAGARD	250-500

en M€

Source : CFNEWS

en même temps. » Car si les conseils M&A ratissent large pour faire monter les enchères au plus haut, les sponsors ont intérêt à ne pas s'épuiser dans des process ruineux s'ils n'ont pas de chances sérieuses de l'emporter. Le *must* évidemment étant de court-circuiter le process concurrentiel avec une offre préemptive qui ne se refuse pas. « On peut inciter les fonds à faire des offres préemptives à condition d'avoir réalisé un important travail en amont sur le marché et auprès du management », confie Philippe Guézenec. Cette voie royale a été empruntée à plusieurs reprises ce premier

semestre. Ce fut notamment le cas dans le *large-cap* avec l'offre préemptive d'ICG sur DomusVi pour une valorisation de 2,3 Md€ qui a convaincu PAI de renoncer à un process très attendu aussi bien pas les *usual suspects* que sont Blackstone ou CVC que par des investisseurs chinois ou des assureurs. C'est aussi la méthode choisie par Apax pour court-circuiter le *process* de vente du courtier en assurances Ciprés organisé par TA Associates, quitte à mettre sur la table une valorisation de 400 M€ soit 14 fois l'Ebitda (selon les informations de CFNEWS). Idem pour IK qui a usé d'une

Merci à tous nos clients pour leur fidélité et leur confiance renouvelée

Quelques unes des transactions déjà annoncées en 2017

ODERIS
CONSULTING

a réalisé la **vendor due diligence** de
GROUPE
SEGEX

dans le cadre de l'ouverture de son capital à

bpifrance **idinvest** PARTNERS QUEST CROISSANCE

Chiffre d'affaires **200 M€**

ODERIS
CONSULTING

a assisté

CM-CIC
Investissement

dans le cadre d'une prise de participation minoritaire dans

DUPONT
RESTAURATION

Chiffre d'affaires **183 M€**

ODERIS
CONSULTING

a assisté

emz

dans le cadre d'une prise de participation majoritaire dans

GINGER
CEBTP

Chiffre d'affaires **160 M€**

ODERIS
CONSULTING

a assisté

EDMOND DE ROTHSCHILD

dans le cadre d'une prise de participation minoritaire dans

BACACIER

Chiffre d'affaires **160 M€**

ODERIS
CONSULTING

a assisté

raise

dans le cadre d'une prise de participation minoritaire dans

LMDW

Chiffre d'affaires **92 M€**

ODERIS
CONSULTING

a assisté

Amundi
ASSET MANAGEMENT

dans le cadre d'une prise de participation minoritaire dans

BERNADET
CONSTRUCTION

Chiffre d'affaires **70 M€**

ODERIS
CONSULTING

a réalisé la **vendor due diligence** de

LA BOUCHERIE
RESTAURANT

dans le cadre de l'ouverture de son capital à

ui **BNP PARIBAS** DEVELOPPEMENT

Chiffre d'affaires **47 M€**

ODERIS
CONSULTING

a assisté

epf

dans le cadre d'une prise de participation minoritaire dans

Jean-Baptiste Rautureau

Chiffre d'affaires **40 M€**

ODERIS
CONSULTING

a assisté

bpifrance

dans le cadre d'une prise de participation minoritaire dans

Finsbury

Chiffre d'affaires **40 M€**

ODERIS
CONSULTING

a assisté

OMNES
CAPITAL

dans le cadre d'une prise de participation minoritaire dans

Geoxia
CENTRE DE LOGICIELS

Chiffre d'affaires **38 M€**

ODERIS
CONSULTING

a assisté

Capzanine
CAPITAL & PRIVATE DEBT

dans le cadre d'une prise de participation minoritaire dans

GEOMEDIA SAS
CENTRE DE LOGICIELS

Chiffre d'affaires **18 M€**

ODERIS
CONSULTING

a assisté

TIKEHAU
PROTECTIONS

dans le cadre de l'émission obligataire de

LEPAPE
AU CŒUR DE VOTRE SPORT

Chiffre d'affaires **25M€**

préemptive pour l'acquisition du groupe d'Ehpad Colisée sous le contrôle d'Eurazeo PME, lequel, à son tour, a réitéré le procédé pour remporter le LBO bis du fabricant nordiste d'implants et d'instruments orthopédiques Intech Medical repris à TCR Capital. « La préemptive peut être d'une efficacité redoutable pour maximiser ses chances de remporter un *deal* convoité mais c'est une arme à ne dégainer que lorsque l'on est en capacité de payer un prix «plein» et d'apporter au cédant l'assurance d'une exécution parfaite », rappelle, de son côté, Jean-Baptiste Marchand. Pour IK, la préemptive sur Colisée était justifiée par sa connaissance pointue du secteur des Ehpad et une première approche prometteuse avec la dirigeante, particulièrement intéressée par l'*equity story* du groupe de maisons de retraite scandinave Attendo dont IK a orchestré l'IPO sur la bourse de Stockholm en 2015 après l'avoir fait tripler de taille. Les bonnes dispositions du management de Colisée envers IK ne se sont pas traduites pour autant par une ristourne sur le prix. L'Ehpad a été cédé



Photo : DR

« *Nous choisissons nos batailles pour concentrer toutes nos ressources sur les deals gagnables* »

Florent Lauzet,
associé Siparex.

pour une valorisation de 650 M€ (11 fois l'Ebitda), soit près de quatre fois le prix de son acquisition en 2014 par Eurazeo des mains de Naxicap. Mais entre-temps le groupe de maisons de retraite a doublé ses revenus et triplé sa rentabilité. Un parcours exceptionnel qui lui a fait changer de dimension et de catégorie d'actif ! Car il y a bien deux tours en moyenne de multiple d'Ebitda d'un segment à l'autre du *mid-market*. Si les ETI valant entre 150 M€ et 500 M€ partent en moyenne à 10,5 fois l'Ebitda, leurs consœurs du *lower mid-market* (transactions comprises entre 15 M€ et 150 M€) se négocient aux alentours de 8,5 fois l'Ebitda, d'après l'indice Mid-Market d'Argos Soditic publié en juin dernier. Idem pour les leviers de dette qui restent encore prudents sur la tranche basse du marché.

Les *build-up* en hausse de 40 %

Sur la *small* et *mid-cap*, les niveaux d'endettement restent raisonnables avec des *quantum* de dette qui dépassent rarement un multiple de 4 fois l'Ebitda, assure Florent Lauzet. Les pro-

Le sponsorless, un outil de relation qui séduit

On pourrait se demander quel espace il reste pour la mezzanine sponsorless entre l'afflux de dette à bas prix et l'appétit insatiable des fonds de LBO prêts à dérouler le tapis rouge aux dirigeants des belles entreprises familiales. Vraisemblablement, Actomezz, qui vient de closer son troisième fonds à 300 M€, a su se frayer une place de choix en tablant sur le désir de « relation » des managers lors d'opérations secondaires et tertiaires. « Le coût d'une mezzanine peut paraître excessif à un dirigeant de LBO primaire, mais quand il voit un fonds faire un multiple de plus de trois fois sa mise au bout de quatre ans de détention, il peut apprécier le couple risque / rendement d'une mezzanine et visualiser qu'elle ne coûte vraiment pas cher pour la souplesse qu'elle offre »,

Photo : DR



Stéphane Bergez,
responsable
d'Actomezz et
directeur associé
Edrip.

résume Stéphane Bergez, son responsable et directeur associé d'Edrip. Signe de cet engouement, la part du sponsorless a doublé en deux ans. Au premier semestre 2015, elle ne représentait que 7,5 % des LBO recensés par CFNEWS, tandis qu'elle a dépassé 14 % sur les six premiers mois de cette année. La preuve qu'à mesure que les managers deviennent plus aguerris aux montages financiers, ils sont gagnés par des vellétés d'indépendance vis-à-vis des sponsors, quitte à la payer au prix fort. « Le sponsorless offre le meilleur garde-fou contre la flambée des prix puisque le manager est le premier à endosser le risque d'une survalorisation. Ainsi un manager convaincu de son BP est prêt à payer des prix dynamiques en sponsorless », estime l'investisseur.

professionnels de l'investissement observent une discipline financière assez rigoureuse et la croissance des valorisations est généralement absorbée par l'*equity* et le quasi-*equity*. » De là à comprendre que la principale variable d'ajustement se fera au niveau du TRI, il n'y a qu'un pas que les GPs refusent de franchir. Les similarités avec le contexte pré-crise de 2008 sont souvent balayées d'un revers de main, arguments

à l'appui. « Certes, le taux de rotation des portefeuilles est reparti à la hausse sous la pression concurrentielle, concède Stéphane Bergez. Mais la différence avec les années 2005/2007 est que les professionnels du *private equity* aujourd'hui font le « job » en créant de la valeur opérationnelle et ne se contentent pas de miser uniquement sur l'effet multiple. » Le paradigme selon lequel un fonds LBO devait améliorer



rer l'Ebitda à toute vitesse pour générer du *cash* en réduisant les coûts serait passé de mode. « On voit au contraire des sponsors ne pas hésiter à creuser l'Ebitda les premières années par des investissements et des recrutements en misant sur la création de valeur sur la *topline* », assure le dirigeant d'Actomezz. La croissance externe est ainsi devenue l'alpha et l'oméga de la stratégie d'accompagnement des fonds. Le niveau de *build-up* a d'ailleurs connu une croissance significative au premier semestre avec 121 opérations réalisées par les participations en portefeuille des fonds, selon les bases de CFNEWS, soit une hausse de près de 40 % par rapport au premier semestre 2016. La preuve que les GPs s'activent pour tenir leurs promesses de création de valeur opérationnelle. « On

« On arrive au closing avec des *build-up* déjà sécurisés »

Philippe Poletti, associé Ardian.

arrive au *closing* avec des *build-up* déjà sécurisés, confie Philippe Poletti. Une grande partie de la création de valeur se fait en amont du *process*. » Car aux prix auxquels s'arrachent les beaux actifs, il n'y a plus de temps à perdre si on veut tenir les promesses de TRI à la sortie. « Pour conserver le même niveau de rendement, il faut doubler ou tripler la taille de la société pendant la durée de détention, et donc savoir mener à bien des stratégies de transformation ambitieuses », conclut-il. ■

À LIRE AUSSI

SUR CFNEWS EN LIGNE

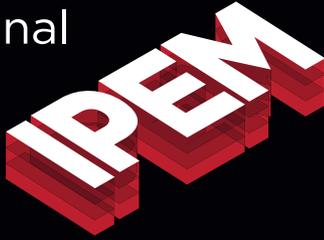
- ➔ [Bretèche Industrie cuisine son LBO ter](#)
- ➔ [Assystem participe au spin-off de GPS](#)
- ➔ [Colisée pris en charge par un nouvel investisseur](#)

TÉLÉCHARGEZ L'ARTICLE



3^{ème} édition

International
Private
Equity
Market



3 days

Inside
the world of
Private
Equity

24, 25, 26 JANVIER 2018
PALAIS DES FESTIVALS - CANNES - FRANCE



1,400+
Participants



40
Pays



250+
LPs



150+
Entrepreneurs

**L'IPEM EST L'UNIQUE SALON PROFESSIONNEL INTERNATIONAL
RASSEMBLANT L'ENSEMBLE DE LA CHAÎNE DE VALEUR DU PRIVATE
EQUITY ET DU VENTURE CAPITAL**

L'IPEM propose un format exclusif mettant à disposition des espaces privatifs et des lounges facilitant d'un côté les rendez-vous d'affaires, de l'autre le networking. La vocation est de favoriser la mise en relation entre fonds d'investissement, investisseurs institutionnels et privés, prestataires et conseils du secteur, et entrepreneurs à la recherche des financements nécessaires à l'accélération de leur développement.

L'IPEM 2018 c'est :

- ▶ 7,500 m² de surface d'exposition
- ▶ 150+ sociétés exposantes
- ▶ Des événements de networking
- ▶ +150 conférenciers
- ▶ Un LP summit à huis-clos
- ▶ Des ateliers Venture

INSCRIVEZ-VOUS

-25% grâce à CFNEWS*
<http://bit.ly/2xYNOzW>

Jusqu'au 13/10/2017



Valorisation : les signes de surchauffe !

Les prix renouent allègrement avec les sommets de 2005/2007 :
la bulle de valorisation risque de compromettre les TRI futurs.



Houda El Boudrari



Photo : DR

*« L'une des difficultés du
marché français réside dans
les management packages
très favorables »*

Marianne Pezant, partner Clifford Chance.

P rincipal baromètre des valorisations *mid-cap*, l'Indice Argos Mid-Market est encore une fois en hausse de 4,7 % au 2e trimestre, à 9 fois l'Ebitda. Cette progression est particulièrement tirée par la hausse des prix des transactions comprises entre 150 M€ et 500 M€ qui atteignent un multiple moyen de 10.5x l'Ebitda (+6,1%) ! « La hausse des valorisations est aussi justifiée par l'amélioration notable des fondamentaux opérationnels d'un nombre croissant d'entreprises », nuance Jean-Baptiste Marchand, qui a conseillé notamment Prosol pour la prise de participation majoritaire d'Ardian et B2S dans sa cession à Comdata, une participation de Carlyle. Pour des entreprises qui surperforment leur budget de manière presque « indécrite », on peut comprendre un arbitrage à la hausse des multiples. Mais ce qui est valable pour le haut du panier ne l'est plus pour des entreprises avec des *equity*

stories moins avenantes qui surfent sur l'emballement du marché. « On commence à percevoir des signes de surchauffe, pointe Jean-Baptiste Marchand.

Certains actifs avec de faibles perspectives de croissance profitent de la liquidité du marché et partent à des prix soutenus. On peut ainsi légitimement se poser la question du risque de retournement sur un marché plus contraint.» D'autant que les garde-fous habituels cèdent également sous la pression

concurrentielle : des financements très peu contraignants avec des dettes *cov-lite* ou in fine, des due diligences menées tambour battant avec un accès plus limité aux informations sensibles (lire encadré page 10) et des documentations juridiques allégées du fait de sponsors moins regardants. « Dans un environnement particulièrement concurrentiel entre les fonds, la tendance est à des SPA (Sale Purchase Agreement) de plus en plus légers avec très peu de garanties, a fortiori dans le cadre d'opérations secondaires ou tertiaires », constate Fabrice Cohen, associé *corporate* chez Clifford Chance. « La fin de l'année promet de rester sur la même tendance frénétique même si on sent que les banquiers risquent d'être un peu moins généreux sur les *quantum* de dette et les conditions de financement », estime

« *On commence à percevoir des signes de surchauffe* »

Jean-Baptiste Marchand,
associé Natixis Partners.

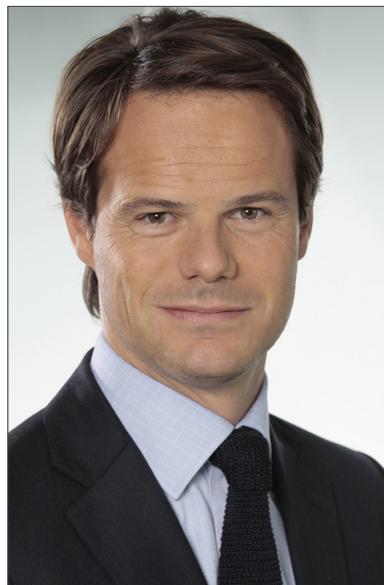


Photo : DR

Philippe Guézenec, associé de Clearwater International. Le risque, même limité de remontée des taux, pourrait sonner la fin de la récré pour les sponsors, d'où leur empressement redoublé de signer un maximum de *deals* (lire aussi l'enquête sur les financements page 34).

Management packages excessifs

Sur le haut du marché du mid cap, on a assisté à plus d'opérations de recapitalisation ou refinancement qu'à de nouveaux LBO, pointe Thierry Arachtingi, associé en financement chez Clifford Chance. A défaut de transférer leur participation, nombre de sponsors ont profité de la profusion de dette sur le marché pour refinancer certaines cibles à



Photo : DR

« *La tendance est à des SPA de plus en plus light avec très peu de garanties* »

**Fabrice Cohen, partner
Clifford Chance.**

bas coût et effectuer des opérations de recapitalisation. Surtout que les clauses de portabilité deviennent plus fréquentes, ce qui, le cas échéant, fluidifie la reprise des *process* de vente.» Ce fut notamment le cas du groupe de bijouteries Thom Europe, détenu depuis 2010 par Bridgeront, Apax et Qualium Investissement qui a refinancé sa dette en juillet à hauteur de 760 M€, en attendant de trouver preneur... « Tout ne part pas, révèle Philippe Guézenec. Certains actifs restent sur le bord du chemin. » « Même si les fonds à investir restent particulièrement élevés, les niveaux de valorisation ont atteint de tels sommets que certains investisseurs préfèrent jeter l'éponge plutôt que de risquer leur TRI », souligne Fabrice Cohen (Clifford Chance). « Outre les niveaux de valorisation élevés, l'une des difficultés du marché français réside dans le fait que la pratique a développé des *packages* très favorables aux *managers* par

rapport à ce qui se fait chez nos voisins, notamment en Angleterre ou en Allemagne, ce qui peut surprendre certains sponsors habitués à ces juridictions et peu habitués au marché français », observe Marianne Pezant, associée M&A chez Clifford Chance. « Il est

certain que les *management packages* sont plus généreux que jamais, mais les managers qui essaient de tirer trop sur la corde jouent un jeu dangereux, car les fonds poussés dans leur retranchement n'hésiteront pas à les mettre à la porte au moindre écart », prévient le *managing partner* de Clearwater International. ■

À LIRE AUSSI

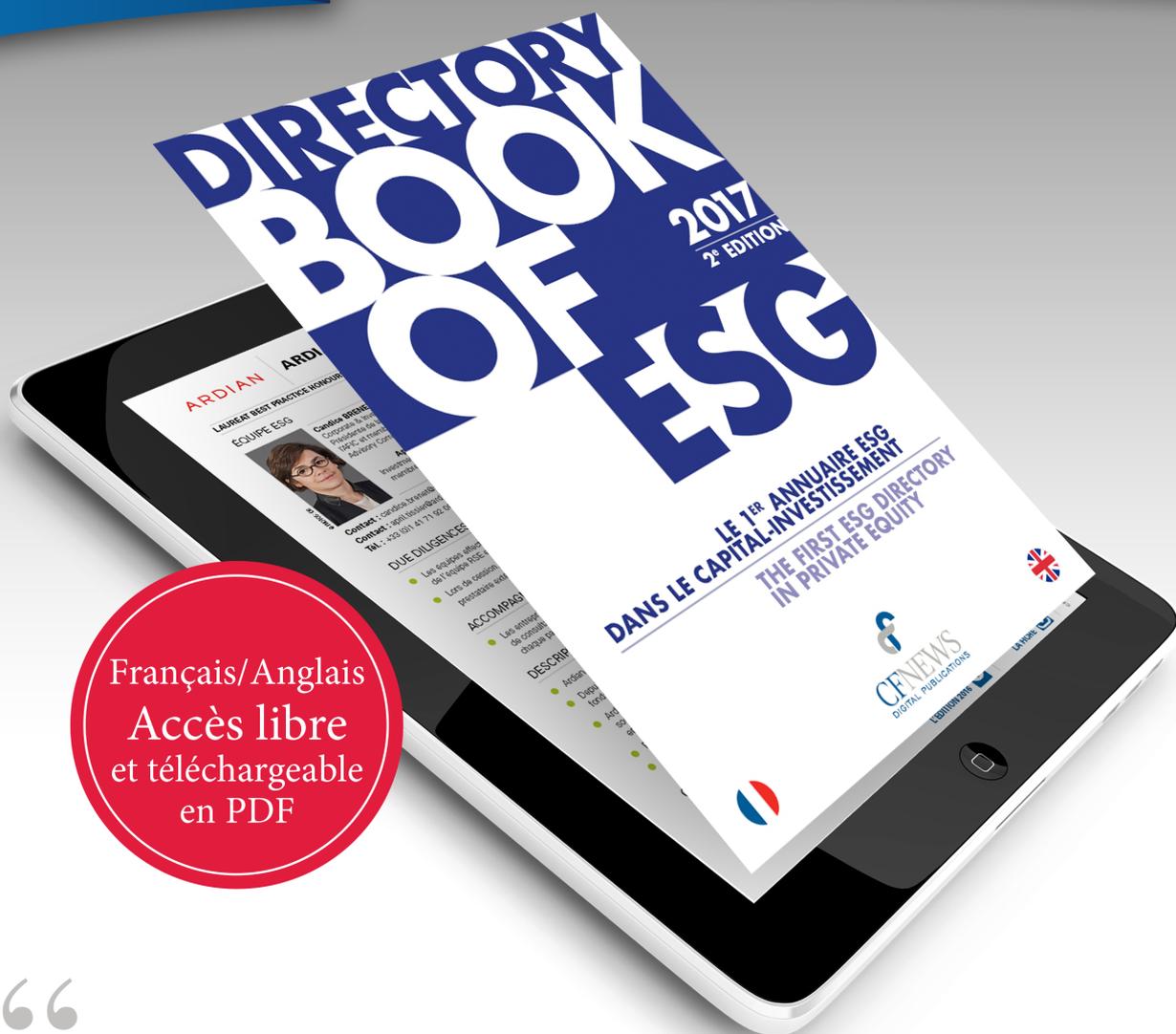
SUR CFNEWS EN LIGNE

- ➔ Non coté : les multiples restent élevés
- ➔ Non coté : un record pour les multiples payés
- ➔ Exxelia refinance sa dette

TÉLÉCHARGEZ L'ARTICLE



L'édition 2017 de l'annuaire des acteurs de l'ESG dans le capital-investissement est en ligne



Français/Anglais
Accès libre
et téléchargeable
en PDF

“ Nous saluons la sortie de la 2^{ème} édition de l'annuaire ESG de CFNEWS qui permet d'identifier les sociétés de capital-investissement actives en la matière et les politiques menées au sein de des sociétés et fonds d'investissement. Un exercice de transparence utile à tous et de nature à faire progresser la cause. ”

Olivier MILLET, Président de l'AFIC et
Candice BRENET, Présidente de la Commission ESG, AFIC.



Contactez-nous !

Anne Dauba, Responsable développement et communication:
anne.dauba@cfnews.net - tél. : +33 (0)1 75 43 73 65

Le nouveau goût du risque des zinzins change la donne

La recherche de création de valeur élargit l'horizon des investisseurs institutionnels. Actifs *core+*, vefa en blanc, résidences gérées, etc. Les prises de risque se multiplient et cette tendance n'a pas échappé au monde du *private equity*.

Par *Sophie Da Costa*



On les connaissait plus frileux. Pourtant depuis quelques mois, les investisseurs institutionnels, ces fameux « zinzins », ont pris goût au risque dans leurs allocations en immobilier. Grands connaisseurs de ce secteur, sur lequel ils allouent des millions d'euros depuis plusieurs années, ils sont connus pour leur prudence légendaire, qui leur fait aller vers des actifs au profil sécurisé, principalement du bureau et du commerce bien placé et loué. Mais le repli des taux de capitalisation sur ces segments de marché (d'environ 3 % dans Paris QCA et 4 % à La Défense) - qu'ils ont eux-même contribué à compresser de part leurs importantes allocations et la concurrence qu'ils se livrent sur les meilleurs produits - les a obligés à élargir leur courbe du risque, en allant vers des actifs au profil *core+* ou *value-added*, et vers de nouveaux marchés. Le *spread* entre le bureau *prime* et l'OAT 10 ans reste pourtant historiquement élevé, de l'ordre de 230 points de base (pdb), et continue d'offrir une prime par rapport à leurs portefeuilles obligataires. Il n'empêche, pour améliorer leurs performances, les institutionnels regardent de plus en plus les actifs requérant un travail d'*asset management*, qu'il s'agisse de

« *Les institutionnels sont prêts à se positionner sur des acquisitions murs et fonds* »

François-Régis Fabre-Falret,
associé, LPA-CGR.

Photo : DR



recommercialiser des surfaces vacantes, de rénover ou de restructurer entièrement un immeuble.

Une surprime de 200 à 350 pdb

Quelques exemples : Partners Group et la tour CB16 à La Défense ; UBS Asset Management et Horizon Défense à Suresnes ; Union Investment et Grand Central Saint-Lazare, près de la gare éponyme (voir le tableau page 26). Que des acquisitions *core+*. L'intérêt des institutionnels est tel que, pour la première fois depuis 2014, le segment *core* a reculé au profit du *core+* au premier semestre de l'année. Selon Cushman &



Photo : DR

« Les investisseurs préfèrent confier divers mandats, quitte à les cumuler »

Arnaud Monnet, directeur général, Horizon AM.

Wakefield, 35 % des acquisitions d'actifs tertiaires de plus de 20 M€ en Île-de-France s'inscrivent dans une stratégie de création de valeur (voir le graphique page 28). En se positionnant sur ce type d'actifs, les investisseurs attendent en retour, « des taux de rendement offrant une surprime de 200 à 350 points de base par rapport à ceux observés sur les actifs *core* », comme l'assure le cabinet de conseil Knight Frank. « Pour améliorer le rendement, les investisseurs institutionnels sont même prêts à se positionner sur de nouveaux montages, comme l'acquisition de murs et fonds, assure François-Régis Fabre-Falret, associé au sein du cabinet LPA-CGR. Un grand investisseur institutionnel de la place l'a fait cette année sur des actifs hôteliers. Cela complexifie l'opération qui se rapproche d'une opéra-

tion M&A, mais permet d'aller capter de la valeur additionnelle en améliorant celle du fonds de commerce. C'est pour l'heure l'une des seules opérations ainsi montées, mais il y a des intentions sur le marché. » Une stratégie qui s'appuie néanmoins sur des emplacements incontestables. Si les institutionnels acceptent de prendre du risque, c'est uniquement à la condition que ces immeubles soient situés dans des zones tertiaires établies ou au fort potentiel de croissance dans la perspective du Grand Paris. Une fois repositionnés aux meilleurs standards du marché, ils seront à même de tirer parti de la réversion positive des loyers. Une tendance déjà actée à Paris et qui commence à gagner sa périphérie. L'ouverture d'esprit des institutionnels est telle aujourd'hui qu'ils sont même prêts à regarder d'autres villes, moins centrales.

Le boom des résidences seniors

C'est ce qu'on appelle un marché en vogue. Les résidences services seniors non médicalisées attirent les sociétés de gestion, qui multiplient les investissements dans ce segment. A commencer par la première d'entre elles. Emmenée par Fabrice Imbault, A Plus Finance s'est positionnée dès 2012 et gère aujourd'hui un portefeuille de quelque 225 M€ d'actifs, sur ce marché très prometteur. « On s'attend à une hausse de plus de 50 % du nombre de seniors d'ici 2035, explique Christophe Peyre, son directeur associé en charge de l'immobilier. Le besoin de logements adaptés à cette population est donc en pleine expansion et répond à une demande qui permet de maintenir les personnes à domicile. La multiplication des produits positionnés sur cette thématique depuis le lancement de l'OPCI Silver Generation confirme la pertinence



Photo : DR

**Fabrice Imbault,
directeur général,
A Plus Finance**

de notre positionnement et l'intérêt réel des investisseurs pour cette classe d'actifs. » Weinberg Capital Partners (WCP) a lui aussi récemment parié sur ce marché, en lançant son premier OPPCI en exclusivité avec Domitys pour acquérir des résidences services seniors non médicalisées développées par Aegide et exploitées par Domitys. C'est ce véhicule que la MACSF a choisi

pour renforcer son exposition à ces actifs alternatifs. L'assureur des professionnels de santé est le premier institutionnel à s'être laissé convaincre par le véhicule et y a, à ce jour, « assez largement souscrit », comme le confie Nicolas Lepère, son directeur immobilier. Auparavant, l'assureur avait déjà investi en direct une centaine de millions d'euros sur ce marché, convaincu par l'intérêt du produit, « rentable et adossé à un sous-jacent de long terme ». Pour Capital Pierre Seniors Services, il espère un coupon de l'ordre de 5 % (avec effet de levier) et un TRI de l'ordre de 7 %.

« Dans la région parisienne, on voit que le projet du Grand Paris et la réorganisation urbaine qu'il engendre intéresse les investisseurs institutionnels, souligne Arnaud Monnet, directeur général d'Ho-

rizon AM. À l'étranger également, ils sont prêts à regarder d'autres villes que les capitales, où les prix sont plus raisonnables. » Hambourg plutôt que Berlin par exemple.

LES 10 PRINCIPALES OPÉRATIONS DE BUREAUX CORE+/VALUE-ADDED

(sur le marché de l'investissement immobilier français depuis le début de l'année)

NOM DE L'ACTIF	LIEU	ACQUÉREUR	VENDEUR	VALORISATION*	PROFIL
GRAND CENTRAL-SAINT-LAZARE	PARIS 8 QCA	UNION INVESTMENT	CARLYLE	300	VEFA EN BLANC
WEST PLAZA	COLOMBES	PRIMONIAL REIM	HRO	202	CORE+
LA TOUR CB16	LA DÉFENSE	PARTNERS GROUP	HARDSTONE SERVICES	170	VALUE-ADDED
LE SIÈGE DE SMA	PARIS 15	SFL	GROUPE SMABTP	165	BLANC
SIÈGE DE RTL	PARIS 8 QCA	LASALLE INVESTMENT MGMT.	RTL GROUP	113	CORE+/VALUE-ADDED
EUROPA, LE SIÈGE DE LAGARDÈRE	LEVALLOIS	ARDIAN RE/LIM	LAGARDÈRE	+ 100	CORE+/VALUE-ADDED
LE 145 RUE DE COURCELLES	PARIS 17 QCA	GECINA	N.D.	63	CORE/CORE+
SITE AVISO	PUTEAUX	LA FRANÇAISE REM	WEINBERG CAPITAL PART.	+ de 50	CORE+
PROJET ERIA	PUTEAUX	ALTAREA	CARLYLE	n.d.	CORE+
HORIZON DÉFENSE	SURESNES	UBS ASSET MGMT.	DEUTSCHE ASSET MGMT.	n.d.	CORE+

*en M€

Source : CFNEWS IMMO

Le pari des vefa en blanc

Parfois, les investisseurs institutionnels décident d'aller capter la valeur bien plus en amont, en se positionnant dès la phase de développement de l'actif. La multiplication des ventes en état futur d'achèvement (vefa) depuis le début de l'année en est la preuve. Autrement appelé « achat sur plan », ce mode d'acquisition implique une prise de risque plus élevée, maîtrisée la plupart du temps par la pré-commercialisation de l'ensemble. Mais au premier semestre, plusieurs grandes compagnies d'assurances et mutuelles ont signé des projets en développement avant même le lancement de leur commercialisation : ce qu'on

appelle les vefa en blanc. C'est le cas d'AG2R La Mondiale sur Le Belvédère, à Puteaux, développé par Vinci Immobilier. C'est aussi celui de la Caisse d'assurances vieillesse des pharmaciens (CAVP) avec l'Organdi à Villeurbanne, auprès du groupe Cardinal. C'est encore celui de la Caisse de Retraite du Personnel Navigant (CRPN) avec Le Baltard, futur immeuble de bureaux de Nogent-sur-Marne développé par Eiffage Immobilier. Plusieurs raisons expliquent que ces institutionnels acceptent de prendre un peu plus de risque sur ces différents projets : l'emplacement toujours, ainsi que les qualités de ces opérations qui, tout comme le savoir-faire de leurs développeurs, leur semblent valoir la chandelle. Mais ce qui pèse surtout dans

LPA-CGR avocats, bâtir ensemble le droit de demain



L'EXPERTISE
DE PLUS
DE 50 AVOCATS
AU SERVICE
DE VOS PROJETS
IMMOBILIERS

Paris | Alger | Casablanca | Douala/Yaoundé | Hong Kong | Tokyo | Munich | Shanghai | Dubaï

LPA-CGR avocats est un cabinet d'affaires pluridisciplinaire et international, né de la fusion de Lefèvre Pelletier & associés et CGR Legal.

136, avenue des Champs-Élysées, 75008 Paris - France
T : +33 (0)1 53 93 30 00 - paris@lpalaw.com - www.lpalaw.com



@lpalaw

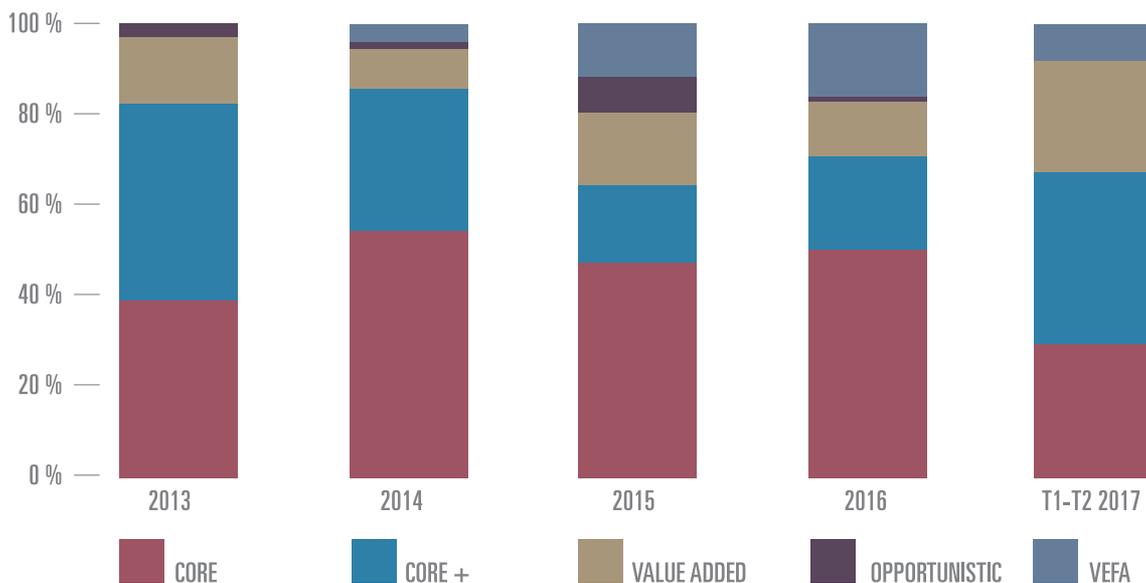


LPA-CGR avocats



LPA-CGR avocats

VOLUME D'INVESTISSEMENT BUREAUX* EN ÎLE-DE-FRANCE PAR TYPE



*actifs tertiaires d'un montant supérieur à 20 M€

Source : Cushman & Wakefield

la balance, ce sont les certifications multiples que visent ces futurs immeubles, qui leur permettent de répondre à leurs critères d'investissement socialement responsable, tout en rajeunissant leur patrimoine. C'est la stratégie dans laquelle Covéa inscrit notamment la signature du Thémis en vefa dans la Zac Clichy-Batignolles. « Nous sommes un investisseur de long terme et ce qui nous intéresse, c'est la valeur de l'actif demain, explique Rémi Lot, directeur Placement de Covéa Immobilier. Le Thémis présente toutes les caractéristiques que nous recherchons : bonne localisation, excellente desserte en transports, niveau

de performance énergétique satisfaisant et bonne visibilité à un niveau de prix raisonnable par rapport au marché. »

Les mandats dédiés se multiplient

Elargir la courbe du risque, c'est aussi aller vers des segments de marché sur lesquels les LPs sont moins à l'aise. Autrement dit, sortir du traditionnel binôme bureau-commerce et aller vers des classes d'actifs plus alternatives comme les résidences gérées. Ces segments, les équipes immobilières des

Que veulent les LPs ? Du sur-mesure !

Qu'attendent les LPs des gérants à qui ils confient leurs mandats ? A n'en pas douter, de nombreuses attentions, à commencer par la première d'entre elles : comprendre leurs besoins. « Une des choses qui nous différencie est que nous passons tout le temps nécessaire à bien cerner ce que recherchent nos clients investisseurs institutionnels en immobilier, sur quels pays et quels secteurs ils souhaitent s'exposer, et sur quels profils de risque ils sont prêts à se positionner, détaille Mahdi Mokrane, directeur de la recherche chez LaSalle Investment Management. Il est essentiel de bien comprendre la stratégie multi-actifs globale d'un client ainsi que ses contraintes en plus d'avoir une excellente connaissance des dynamiques de marché afin de sur-performer et aussi de protéger leurs investissements sur le long terme. » Du sur-mesure en somme, appliqué à la thèse d'investissement de chacun des LPs. Deuxième attente : une capacité à sourcer des opportunités de marché et à structurer rapidement des opérations. « Il faut produire un pipeline suffisant et réel, qui garantit que le fonds va bel et bien être déployé rapidement. Il ne faut pas que la phase d'investissement soit trop longue, maximum 24 mois », avance ainsi Bruno Cossé, directeur général financier de Novaxia. Avis partagé par



Photo : DR

Mahdi Mokrane, directeur de la recherche, LaSalle Investment Management.

Jean-Marc Didier, directeur commercial, institutionnels et entreprises de Fidelity International pour qui « la mise au travail rapide des capitaux est un véritable facteur différenciant ». Pour autant, il n'est pas question de donner carte blanche aux gérants. « Les investisseurs institutionnels veulent des deals identifiés en amont ou au moins "soumis pour consultation" avant d'investir, explique Arnaud Monnet, directeur général d'Horizon AM. La transparence est essentielle dans notre relation avec les souscripteurs de nos fonds. » Citons enfin, comme autres critères non moins importants, la capacité de la société de gestion à prendre 5 à 10 % de participation dans ses propres fonds, dans un alignement d'intérêts, ou à proposer à ses souscripteurs une place au comité stratégique de ses véhicules. Une initiative très appréciée des LPs.



Photo : DR

échappé au monde du *private equity* qui, de plus en plus, alloue des poches à l'immobilier et crée des véhicules à la stratégie bien définie. A Plus Finance le sait depuis déjà six ans, lui qui a été l'un des premiers spécialistes du capital-investissement à montrer la voie aux institutionnels sur le marché des résidences services seniors (lire l'encadré page 25).

Approches de *private equity*

Tous les spécialistes du capital-investissement ont intégré cette volonté des institutionnels d'aller capter de meilleures performances sur le marché immobilier, en confiant leurs capi-

taux à des gérants spécialisés, en fonction des classes d'actifs ou des pays auxquels ils veulent s'exposer. « Les institutionnels préfèrent confier divers mandats à plusieurs sociétés de gestion ayant des spécialités bien définies, quitte à les cumuler », souligne Arnaud

Monnet. CNP Assurances a ainsi confié quatre ou cinq mandats différents, comme elle l'a fait avec AEW sur la logistique. Novaxia a elle aussi bien compris cet attrait pour les boutiques spécialisées et surtout, la création de valeur. La société, qui a inventé le concept du capital-développement immobilier, transforme des actifs

investisseurs institutionnels les connaissent moins bien. Pour aller chercher cette diversification génératrice de meilleurs rendements, les LPs ont donc choisi de s'en remettre aux sociétés de gestion. « Tout l'intérêt pour les investisseurs ins-

titutionnels est de pouvoir s'exposer à de nouveaux marchés, en confiant des mandats à des gérants spécialisés, explique François-Régis Fabre-Falret. Ils vont vers ces classes d'actifs alternatives à travers des *club-deals* structurés par des tiers, et montés entre institutionnels qui ont souvent le même profil. » Ce constat n'a pas

*« Il faut produire
un pipeline
suffisant et réel »*

**Bruno Cossé, DG financier,
Novaxia.**

**“ Si l’on n’investit pas
sur le long terme,
il n’y a pas
de court terme. ”**

George Washington

Depuis près de 20 ans, A Plus Finance investit dans l'économie réelle à travers des actifs principalement non cotés.

En immobilier, la société de gestion, **pionnière en matière d'acquisition de Résidences Services Seniors non médicalisées en France**, gère un portefeuille de plus de 210 millions d'euros d'actifs au travers de ses véhicules (OPCI, SCI, etc.) dédiés aux institutionnels.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Suivez-nous sur Twitter :

@APlusFinance

et sur notre blog :

www.aplusfinance-blog.com

CONTACT

contact@aplusfinance.com

www.aplusfinance.com

01 40 08 03 40

8 rue Bellini 75116 Paris

A PLUS FINANCE



immobiliers en hôtels ou en résidences gérées. Une stratégie ciblée et risquée mais qui promet, en retour, des TRI de l'ordre de 7, voire 10 %. « Le risque pris sur nos opérations n'est pas urbanistique, ni locatif vu que l'exploitant est retenu en amont. Il est lié à ce processus de création de valeur », souligne Bruno Cossé, directeur général financier de Novaxia. Les institutionnels se montrent aujourd'hui plus sensibles à des approches de *private equity*, « en percevant l'immobilier comme un actif financier, comme le fait remarquer Arnaud Monnet. Ce qui leur plaît dans cette approche, ce sont des durées d'investissement plus courtes, entre 3 et 9 ans, des objectifs de performance plus élevés sur le rendement et une plus grande flexibilité dans les options de sortie. » C'est ce qui explique l'attention de plus en plus attentive que portent tous les acteurs du *private equity* à l'immobilier et la création de nouveaux pôles dédiés, au sein de gérants comme M Capital Partners. La société de capital-investissement toulousaine, totalisant 330 M€ sous gestion, vient de lancer un pôle dédié au financement de la promotion immobilière et espère collecter 10 M€ dès cette année, et 20 M€ en 2018. Raise fait ses premiers pas dans la gestion de fonds immobiliers, en ciblant les opérations à valeur ajoutée, tandis qu'Edmond de Rothschild lance son premier OPCV et que d'autres grands noms du *private equity* se disent prêts à investir l'immobilier. ■



Photo : DR

Jean-Marc Didier, directeur commercial, institutionnels et entreprises, Fidelity International.

À LIRE AUSSI SUR CFNEWS EN LIGNE

- **Le logement fait son retour en grâce chez les institutionnels**
- **Ces fonds qui veulent financer la promotion immobilière**
- **Vefa en blanc, le nouveau pari des investisseurs immobiliers**
- **Longue vie aux résidences seniors**

TÉLÉCHARGEZ L'ARTICLE



Real Estate Services

Conseil dans les transactions buy-side/sell-side - Modélisation, Structuration
et Évaluation - Stratégie et optimisation du parc immobilier
Valorisation et restructuration de sites et d'immeubles

Vous aider à choisir le bon cap !



**EIGHT
ADVISORY**

“ Des compétences pluridisciplinaires
s'appuyant sur une expertise financière
de haut niveau. ”

[Contacts](#)

Philippe Méjean

Associé en charge de l'activité Real Estate Services
philippe.mejean@8advisory.com / Tél. : +33 1 45 61 71 14

Lionnel Gérard

Associé Real Estate Services & Project Finance
lionnel.gerard@8advisory.com / Tél. : +33 1 45 61 71 04



www.8advisory.com

Transaction

Restructuration

Transformation



Le large choix d'outils tire le marché

Emission obligataire, titres hybrides, unitranche, dette senior : autant d'offres permettant aux entreprises d'optimiser leur ratio d'endettement.



Par Jean-Philippe Mas

Les taux d'intérêt plafonnant au plus bas, les grands groupes cotés utilisent les différents ressorts de la dette pour financer leurs acquisitions. Le rachat du spécialiste dans les équipements de traitement d'eau GE Water, par Suez (70 %) et la CDPQ (30 %) pour 3,2 Md€ s'est

d'abord effectué par un financement relais. Puis, à côté d'une augmentation de capital de 750 M€, une émission de dette obligataire pour 1,1 Md€ et de titres hybrides a été structurée. « Pour cette opération, l'important était de garder un équilibre du bilan en rapport avec la politique financière déjà établie,

dont le *rating* », explique Bruno Magnouat, responsable financements d'acquisition Europe chez Société Générale CIB, conseil de Suez. Le groupe coté a donc utilisé un mix entre instruments dilutifs et non dilutifs. « Les émissions d'obligations et l'augmentation de capital devaient respecter un certain séquençage en s'imbriquant avec les échéances existantes comme les AG ou les annonces de résultats », poursuit-il. Pour mettre la main sur le fabricant américain coté de produits laitiers bio, The WhiteWave Foods, Danone a mis sur la table 9,95 M\$. Mais pour ce faire, il a procédé à deux émissions obligataires de 6,2 Md€ et 5,5 Md\$ - coordonnées par JP Morgan et BNP Paribas - affichant des maturités allant de 2 à 12 ans tout en mettant en place un crédit syndiqué de 13,1 Md\$.

Le prêt reste plus compétitif

Ce contexte favorable permet aux groupes, quelque soit leur taille, de préparer le terrain. Ainsi, en juillet dernier, Bastide, le prestataire coté de soins à domicile, a élargi ses capacités financières en mettant en place un crédit syndiqué de 155 M€ dont une tranche de crédit à tirage - *Revolving Capex Facility* - in fine à cinq ans pouvant atteindre un maximum de 80 M€. Le montage doit respecter un ratio dette nette sur Ebitda de 3,5. « Bastide étant une société familiale cotée, il apparaissait qu'un instrument



Photo : DR

« *La préférence des entreprises va, aujourd'hui, vers des outils tirables bancaires* »

Nadine Veldung, co-head, Oddo BHF CF.

non dilutif et totalement tirable était le plus adapté dans le cadre d'une politique de croissance externe active », précise Laurent Bonnin, *managing director* chez Oddo BHF Corporate Finance en charge de l'activité DCM France et conseil financier de Bastide. Un mois plus tard, ce dernier, générant un chiffre d'affaires de 106,4 M€ au premier semestre, a utilisé ces fonds pour racheter cinq sociétés, Apnée Médical, Cardair, Human'air, Air Médical Santé et Sphère Santé. Pour Nadine Veldung, *co-head* d'Oddo BHF

Le debt director, un rôle en expansion

« On voit de plus en plus dans les grands fonds une personne en interne dédiée pour s'occuper spécifiquement des sujets financement dans un environnement comptant un grand nombre d'acteurs », observe Cécile Mayer-Lévi, co-directeur de l'activité dette privée chez Tikehau IM. Et de fait, plusieurs acteurs ont franchi le pas comme PAI Partners avec Fabrice Fouletier ou Apax Partners avec Annick Bitoun. Cette ancienne du Crédit Lyonnais et de CACIB - *director* au sein du département *leverage finance* - est entrée comme *debt manager* en 2014 puis promue *debt director* en 2016. Travaillant en support des équipes d'investissement sur les nouvelles acquisitions, elle accompagne, également, les DAF au moment de la transaction. Elle suit la participation tant dans le cadre d'opérations de croissance externe que lors d'évolution de la documentation financière. Annick Bitoun a ainsi, suivi l'acquisition, pour 400 M€, du courtier grossiste en assurance de personnes, Ciprès Assurances, de 65 M€ de revenus, et la levée d'un financement unitranche auprès d'Alcentra. Cette évolution reste néanmoins l'apanage des grands fonds, les acteurs du *small et mid cap* continuant de faire appel à des conseils en financement externes présents dans les banques d'affaires de la place.



Photo : DR

Annick Bitoun, debt director, Apax Partners.

Corporate Finance, « la préférence des entreprises va, aujourd'hui, vers des outils tirables bancaires d'où une augmentation de la mise en place de *Term Loan B* et une baisse de volume dans le *high yield* ». Des critères macro-économiques peuvent guider leur choix dans l'instrument à utiliser entre l'obligation et la dette. « La banque centrale européenne incite, avec la politique de *quantitative easing*, à ce que les investisseurs bénéficient de liquidité dans les marchés. Ceux-ci se tournent vers les obligations mais le marché du prêt institutionnel reste le plus compétitif, depuis quelques années, car il bénéficie de flexibilité similaire sur un *pricing* plus faible », indique Damien Lombard, *executive director* chez Goldman Sachs tout en précisant que « la documentation des obligations est, en général, très légère avec parfois une absence de clause de

changement de contrôle. Ce type d'instrument est utilisé dans les processus de refinancements en amont d'une cession. »

L'émergence du direct lending

Pour les PME et ETI, en dessous de 50 M€ d'Ebitda, la désintermédiation bancaire et la naissance des fonds de prêt à l'économie en 2013, ont changé la donne. Créés à l'initiative de 27 assureurs et de la CDC, les fonds Novo 1 et Novo 2 gérés par Tikehau Investment Management fournissent, principalement, de la dette senior, assortie d'une maturité comprise entre cinq et sept ans, à des taux fixes entre 3,5 et 5,5 %. Cet été, Novo 1 a participé à une émission obligataire de 5 M€ du distributeur d'équipements sportifs Le Pape lequel venait de racheter le *concept-store* parisien pour le vélo En Selle Marcel. L'opération a fait ressortir un taux d'intérêt *cash* de 4 % et une maturité de sept ans. Le fonds de dette a aussi réalisé sa première opération en capital en apportant 10 M€ à Biosécurité et Spécialités Nutritionnelles, la filiale du groupe Avril dans la gestion de performance des élevages. Quelques mois plus tard, cette

dernière rachetait le fabricant et distributeur allemand de produits et services en biosécurité pour l'élevage Ewabo. « Ces véhicules d'investissement permettent aux DAF de procéder à la diversification de leurs sources de financement en s'appuyant, généralement, sur la dette long terme à tirage successif », atteste Cécile Mayer-Lévi, co-directeur de l'activité dette privée chez Tikehau IM.

« Les fonds de prêt à l'économie permettent aux DAF de diversifier leurs sources de financement »

**Cécile Mayer-Lévi,
co-directeur de
l'activité dette
privée, Tikehau IM.**



Photo : DR

L'unitranche compétitive

La problématique dans le choix du financement s'impose aussi aux fonds de LBO et plus particulièrement dans le *mid* et *upper mid-cap*. Doivent-ils privilégier un montage unitranche ou de

« L'élément principal à prendre en compte dans le raisonnement est le levier global du montage post-acquisition »

**Rémi Buttiaux, associé,
IK Investment Partners.**



Photo : DR

la dette senior ? « Les montages utilisant de l'unitranche sont privilégiés, notamment pour des groupes consommateurs de *cash-flow* (dont les sociétés à fort potentiel de croissance externe) préférant en conséquence des dettes « *bullet* », mais également lorsqu'il existe des contraintes de structuration / *timing* pour lesquelles les prêteurs unitranche se montrent, en général, flexibles et réactifs », analyse Olivier Vermeulen, associé de Paul Hastings et conseil de Tikehau IM dans la mise en place de l'unitranche lors du MBO ter d'Alkan, l'équipementier pour l'aéronautique civil et militaire générant 37 M€ de revenus. Structurée sous la forme d'obligations simples ou à bons de souscriptions d'actions (OBSA), l'unitranche est rémunérée entre 5,5 et 7,5 % pour un levier moyen compris entre 4,5 et 5. Preuve de son succès, la compétition entre les unitrancheurs, comme Ares, Tikehau, ICG ou Alcantra, s'intensifie et le *pricing* en subit les conséquences. IK a, ainsi,

obtenu un taux à 5 % (équivalent à de la *stretched senior*) pour ses investissements dans Pinard Emballages, le fabricant familial rhônalpin de flacons plastiques haut de gamme pour la cosmétique et la parfumerie, et pour Third Bridge, le prestataire anglais de services d'études de marché. « Nous avons opté pour ce type de montage car, pour Third Bridge, l'industrie n'est pas encore très documentée et pour Pinard Emballages, la société est familiale avec un *reporting* financier dont la fréquence et la profondeur d'analyse sont en cours d'amélioration », explique Rémi Buttiaux, associé d'IK Investment Partners. Pour pallier cette concurrence, les banquiers seniors n'ont d'autre choix que de se montrer aussi conciliants. « Sur des industries mieux connues et des sociétés bénéficiant d'une certaine renommée, les banques peuvent se positionner très rapidement en proposant des conditions avantageuses dans un marché de la syndication très large et

L'EuroPP, outil du développement

Dans leur politique de financement, les entreprises peuvent opter pour un EuroPP coté ou non. Cette opération est réalisée entre une société et un nombre limité d'investisseurs institutionnels, sur la base d'une documentation ad hoc négociée entre les parties et généralement la présence d'un arrangeur. Le taux moyen est compris entre 3,5 et 5 %. « L'EuroPP est une dette in fine et permet de libérer les cash flow de l'emprunteur. Cependant la dette est tirée et engendre un coût supérieur à de la dette bancaire », analyse Laurent Bonnin, managing director chez Oddo BHF CF. Depuis un an, le conseil Carax a arrangé deux transactions avec un EuroPP. La première, une émission obligataire de 20 M€, de maturité six ans, réalisée par Dietrich Carebus Group, le concepteur et distributeur alsacien d'autobus et autocars turcs et chinois, auprès de Zencap AM et du fonds Novi 1. Le but là, était d'accélérer le développement de la flotte. La seconde, une émission obligataire pour une participation de Naxicap, l'exploitant de salles de fitness premium, FITLane Fitness Centers, auprès de Zencap AM. Objectif : l'ouverture

Noémie Barbier,
responsable
corporate
finance,
Carax.



Photo : DR

de nouvelles salles. « Entre 60 et 70 % des transactions que Carax arrange sont dédiées à des financements d'acquisitions et/ou de croissance organique (nouvelle usine, modernisation de lignes de production, etc.) avec une maturité moyenne de sept ans », précise Benjamin Chavanat, debt capital market sales de Carax. Et Noémie Barbier, responsable Corporate Finance de compléter « en fonction de leurs projets, nous orientons nos clients, principalement situés en région, vers des EuroPP de type Buy & Hold ou cotés, plus liquide, s'ils ont l'intention, à court et moyen terme, de se tourner vers les marchés boursiers et cherchent à se rendre visibles ».

liquide », analyse l'associé. Pour ce type de montage, les rémunérations se situent, généralement entre 3 et 4 % tandis que les leviers demeurent moins élevés, rarement au dessus de 3,5, proche des standards des sociétés familiales ou des sociétés cotées. La dette senior tire son épingle du jeu par

rapport à l'unitranche car elle ne possède pas un mécanisme de *non call* qui interdit le remboursement avant une date fixée sous peine de pénalité comprise entre 1 et 2 % du montant. Cependant, les banquiers et les fonds unitranche peuvent cohabiter dans une même structure de dette comme à l'oc-

FINANCEMENT

LES 10 PLUS IMPORTANTS REFINANCEMENTS DE SOCIÉTÉS EN LBO (depuis le 01/01/2016)

SOCIÉTÉ	FONDS	MONTANT*	CA CIBLE*
ALBEA	SUN EUROPEAN PARTNERS	763	1305
VERALLIA	APOLLO GLOBAL MANAGEMENT, BPIFRANCE INVEST.	500	2500
GROUPE COLISEE	IK INVESTMENT PARTNERS	460	7400
VERALLIA	APOLLO GLOBAL MANAGEMENT, BPIFRANCE INVEST.	350	2500
NOVASEP	TENNENBAUM, SILVER POINT CAPITAL, PIMCO, BPIFRANCE INVEST.	192	266
GROUPE EXXELIA	IK INVESTMENT PARTNERS	160	145
SYNERLAB	21 CENTRALE PARTNERS, ARDIAN	160	130
GROUPE BRETECHE INDUSTRIE	EQUISTONE PARTNERS, CERA CAPITAL	80	180
MINAFIN	CM-CIC INVEST., CATHAY CAPITAL, MATIGNON I&G, NORD CROISSANCE	65	136
VIVALTO VIE	AZULIS, ARKEA CI, BNP PARIBAS DEV., SOCADIF, MACSF	55	42

*en M€

Source : CFNEWS

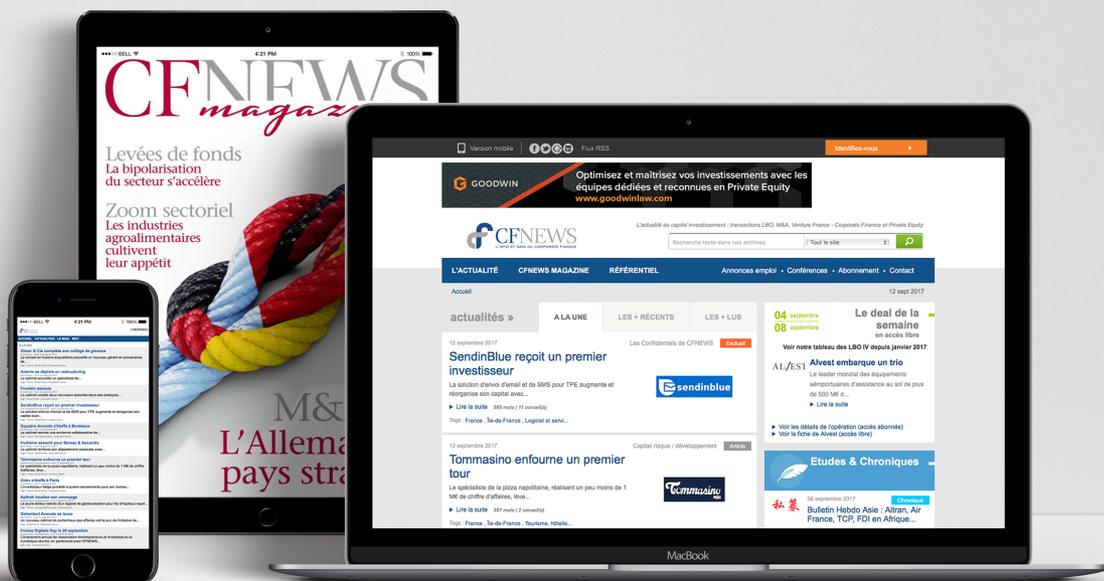
casation de la fusion entre Melita, un opérateur télécom maltais détenu par Apax Partners, et son homologue Vodafone Malte. Le financement de la transaction, estimé à 350 M€, a été apporté par quatre banques au 2/3 et le solde par un fonds de dette.

Build-up et refinancement

« S'il existe une perspective de croissance externe identifiée dès l'acquisition d'une société, une ligne dédiée et « committée » est prévue dans le montage LBO d'origine. Dans le cas contraire, une *incremental facility* (appelée aussi *accordion facility*), dédiée aux acquisitions, est mise en place. Ainsi, lorsqu'il y a des *build-up*, la ligne devient « committée », sous réserve bien entendu de l'accord des prêteurs, analyse Annick Bitoun, debt director au sein d'Apax Partners. Ces lignes

de financement de *build-up* peuvent se concevoir aussi bien dans le cadre de financements bancaires classiques que de financements unitranche. » Pour Rémi Buttiaux, « dans le cadre de financement d'opération de croissance externe, l'élément principal à prendre en compte dans le raisonnement est le levier global du montage post-acquisition. S'il est cohérent et raisonnable, l'acquisition sera financée totalement ou majoritairement par de la dette. Si le ratio est trop élevé post-transaction, l'*equity* sera privilégiée. » De plus, la réalisation d'acquisitions peut conduire à un refinancement de la dette du LBO structurée quelques années, voire quelques mois auparavant (voir le tableau des principaux refinancements depuis le 1^{er} janvier 2016 ci-dessus). Ainsi, quand Cerelia, participation d'IK, a intégré le spécialiste nord-américain des *cookies*, English Bay Batter,

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



CFNEWS
L'INFO ET DATA DU CORPORATE FINANCE

pour 80 M€, un refinancement de la dette senior du groupe a eu lieu avec un levier de cinq fois l'Ebitda, en même temps qu'un *dividend recap*, pratique qui consiste pour un fonds à ré-endetter la société afin de faire remonter un dividende.



Photo : DR

« Les montages utilisant de l'unitranche sont privilégiés pour des groupes consommateurs de cash-flow »

Olivier Vermeulen,
associé, Paul Hastings.

« **E**n cas de *build-up*, il arrive qu'il y ait une renégociation de certains éléments de la documentation de financement afin de prendre en compte la croissance du groupe, notamment des différentes limites applicables à l'endettement, aux engagements hors bilan, aux sûretés, etc.. », indique Olivier Vermeulen. En atteste le refinancement de Synerlab, le façonnier pharmaceutique alsacien présent dans le portefeuille de 21 CP, qui a fait appel à ICG et Goldman Sachs pour lui fournir une dette *stretched senior* d'un montant de 160 M€, structurée en plusieurs tranches dont une, de plus de 50 M€, dédiée aux opérations de croissance externe. Cette opération intervient, moins de deux ans, après l'acquisition de l'espagnol Alcala Farma, lui apportant 25 M€ de revenus. Exxelia, le fabricant de composants électroniques de haute précision, est passé ce printemps d'une structure senior plus mezzanine à un montage

all senior via une tranche B de 160 M€ avec l'objectif de faire baisser le coût du financement de 6,8 % à 4 % et de dégager des économies annuelles de 4 M€. Autant d'exemples qui vont se poursuivre au vu de la décision de *statu quo* dans la politique monétaire de la Banque Centrale Européenne, stimulant croissance externe et opérations de LBO. ■

À LIRE AUSSI SUR CFNEWS EN LIGNE

- Suez se « mouille » outre-Atlantique
- Le Pape se refinance
- MBO ter pour Alkan
- Cérélia grossit en Amérique du Nord

TÉLÉCHARGEZ L'ARTICLE





TROPHÉE BANQUE D'AFFAIRES
MEILLEURE DYNAMIQUE DE CROISSANCE

TROPHÉE D'OR 2017



+ de 100 transactions réalisées en 2016

ODDO BHF CORPORATE FINANCE

Une plateforme unique
Fusions & Acquisitions, Conseil en financements et gestion des risques,
Primaire Obligataire et Actions, Ingénierie Boursière

Spécialiste des MidCaps

Un ancrage fort en France et en Allemagne

Fusions & Acquisitions / Equity Capital markets / Debt Capital markets / Ingénierie Boursière

AMEROPA

AXEREAAL
la terre, les hommes, le futur

Bastide
LE CONFORT MÉDICAL

cellinovo

COVAGE



erytech



PRODWAYS
THE NEW WAY OF PRODUCING



SCALIAN



valtech.



OGF



zinkevych / Fotolia.com

VC et corporate VC : je t'aime, moi non plus

Elaia, Partech, Hi Inov, Serena, Daphni... les fonds tech s'ouvrent aux industriels attirés par l'innovation mais aussi très actifs en direct. Une relation nouvelle s'instaure, qui doit s'affirmer sans conflit d'intérêt.



Baptiste Rubat du Mérac

Sujet à la mode dans le monde du financement de l'innovation, l'émergence du *corporate venture* fait pourtant figure de serpent de mer bien connu des VC les plus anciens.

Mais après plusieurs mouvements de balanciers depuis les années 1990 marqués par la bulle Internet et son éclatement, puis la crise de 2008, il semble particulièrement remuant depuis quatre ans

« Lors d'un co-investissement avec un corporate, il faut que celui-ci soit transparent »

Samantha Jerusalmly, associée, Elaia Partners.



Photo : DR

environ. L'accélération est indéniable puisque la proportion des membres du CAC 40 actifs en la matière est passée de 40 % à 60 % entre 2015 et 2016, selon des études de Bain et du pôle Systematic avec Orange. « C'est une tendance lourde. Il n'y a pas un grand groupe ou une ETI qui ne réfléchit pas au moins à cette question. Le CVC (*corporate venture capital*) représente pour eux un outil parmi d'autres d'*open innovation* », constate Valérie Gombart, associée de Hi Inov, qui gère notamment un fonds de la SNCF. Et la tendance ne devrait pas s'arrêter avec la publication il y a un an du décret encourageant fiscalement ce capital-risque d'entreprise (lire l'encadré page 49).

Industriels LP

Ce phénomène transforme par son ampleur l'environnement des fonds d'investissement traditionnels puisque désormais chacun doit se positionner par rapport à ces acteurs, récents

pour une grande part même si plusieurs pionniers comme Orange côtoient des VC depuis une trentaine d'années. Dans cet univers en expansion, industriels et fonds financiers peuvent se retrouver un jour concurrents pour investir dans une cible, le lendemain co-investisseurs, mais aussi, et c'est un aspect plus récent, partenaires dans une relation de gérants / souscripteurs. « L'arrivée d'industriels LP est une tendance encore plus forte que l'essor de leur activité directe, insiste Charles Letourneur, associé d'Alven Capital, gérant désormais 500 M€ et n'ayant jusqu'ici jamais ouvert ses fonds à un *corporate*. Pour entrer ou revenir dans le métier, ils choisissent souvent cette solution indi-



Photo : DR

« *L'arrivée d'industriels LP est une tendance plus forte que l'essor de leur activité directe* »

Charles Letourneur,
associé, **Alven Capital.**

recte car ne disposent pas d'équipes adaptées, et participent ainsi à l'animation de l'écosystème. »

Des VC échaudés

Premier constat, si les fonds financiers et leurs homologues industriels veulent travailler ensemble efficacement, mieux vaut faire table rase du passé. Historiquement, leurs rapports ont souvent été houleux. « Il y a encore dix ans, les liens entre VC et CVC étaient franchement mauvais, car ces derniers se comportaient souvent mal, avance Valérie Gombart. Un industriel pouvait par exemple dénoncer un contrat avec une *start-up* dans laquelle il avait investi, lui laissant une ardoise de plu-

sieurs millions d'euros, ou encore préempter une IPO. » « Dans les années 2000, il y a eu des voyous qui ont terni l'image des *corporate*, abonde un associé d'un des cabinets les plus actifs en structuration de fonds. Mais depuis quatre ou cinq ans, les comportements se sont améliorés. » L'image et la crédibilité des grands groupes ont aussi souffert de l'arrêt brutal de certains fonds industriels à la suite de changements de marché ou de direction.

Au final, beaucoup de capital-risqueurs partagent une certaine méfiance. « Il existe toujours cette idée reçue que faire entrer un *corporate* au capital d'une *start-up* est un problème car il risque d'influencer la gestion et sa présence

DIX PLUS GROS TOURS DE CAPITAL-INNOVATION EN FRANCE IMPLIQUANT UN FONDS INDUSTRIEL EN 2017

SOCIÉTÉ	INVESTISSEUR	MONTANT *
ACTILITY	CREADEV, BPIFRANCE, IDINVEST, ROBERT BOSCH VENTURE, IMMARSAT, FOXCONN, SWISSCOM VENTURES, ORANGE DIGITAL VENTURES, KPN, GINKO VENTURES	70
YOUNITED CREDIT	BPIFRANCE, EURAZEO CROISSANCE, CRÉDIT MUTUEL ARKÉA, AG2R LA MONDIALE, WEBER INVESTISSEMENTS, MATMUT INNOVATION, ZENCAP AM	40
VIVET THERAPEUTICS	NOVARTIS VENDTURE, ROCHE VENTURE, COLUMBUS VENTURE, HEALTHCAP, KURMA PARTNERS, YSIOS CAPITAL	37,5
GUESTTOGUEST	MAIF AVENIR, BUSINESS ANGELS	33
KALRAY	SAFRAN CV, PENGPAI, ACE MANAGEMENT, CEA INVESTISSEMENT, EUREKAPI, HELEA FINANCIERE, INOCAP GESTION, FAMILY OFFICES, BUSINESS ANGELS	23,6
LINXO	MAIF AVENIR, CRÉDIT MUTUEL ARKÉA, FIRECA	20
IMCHECK THERAPEUTICS	BOEHRINGER INGELHEIM VENTURE, KURMA PARTNERS, IDINVEST, GIMV, LIFE SCIENCE PARTNERS	20
QWANT	CDC, AXEL SPRINGER DIGITAL VENTURES	18,5
VULOG	FROG CAPITAL, INVEN CAPITAL, BPIFRANCE, ETF PARTNERS (ENVIRONMENTAL TECHNOLOGY FUND), INDUSTRIEL JAPONAIS	17,5
MEERO	ALVEN CAPITAL, GFC, KIMA VENTURES, AGLAE VENTURES, WHITE STAR CAPITAL, BUSINESS ANGELS	15

*en M€

Source : CFNEWS, du 1^{er} janvier au 25 septembre

peut restreindre les possibilités de sorties », résume Charles Letourneur, qui reconnaît ne pas avoir rencontré de cas de cession manquée à cause d'un actionnaire industriel « encombrant » : « Nous avons pu vendre VoxMobili à un groupe télécom indien il y a dix ans malgré la présence au capital d'Orange via Innovacom », explique-t-il. Dans les faits, les industriels français apparaissent beaucoup plus présents à l'entrée d'un investissement qu'à la sortie.

À la recherche de synergies

Les fonds financiers ne se sentent pas menacés par ces acteurs chaque mois ou presque plus nombreux. Certains insistent sur la vo-

lonté des entrepreneurs d'ouvrir le capital à des actionnaires aux profils différents. L'intérêt grandissant des industriels pour les *start-up* dope en tout cas les valorisations, par exemple lorsque l'un d'eux fait grimper en flèche les enchères pour une cible jugée stratégique. Très présents dans les gros tours, ils ont ainsi participé à sept levées d'au moins 20 M€ depuis le début d'année, à l'instar d'Actility (70 M€), de Younited Credit (40 M€), Vivet Therapeutics (37,5 M€), GuestToGuest (33 M€) ou Kalray (23,6 M€). Si les étrangers sont incontournables dans ces opérations, à noter la participation du français Maif Avenir dans GuestToGuest et Linxo (voir le tableau ci-dessus). Mais comment se déroule ensuite la cohabita-

tion au capital des jeunes pousses ? De l'avis général, cela dépend beaucoup de la nature du *corporate venture*. Si l'investissement se fait directement sur le bilan du groupe, avec une équipe salariée et appartenant à la partie « opérationnelle », ou si le M&A est impliqué, la relation peut se révéler décevante. Mais même des sociétés de gestion captives sont parfois montrées du doigt. « Avant un tour de table, un CVC assurait que son investissement ouvrirait des portes vers son sponsor. Mais rien ne s'est passé, regrette un ancien investisseur chez Bpifrance. Dans les faits, les partenariats évoqués se réalisent rarement. » « Si la synergie entre le groupe et la *start-up* financée n'est pas trouvée rapidement, il reste le financement et la *start-up* a intérêt à aller vite signer d'autres contrats », le disait autrement Pierre Louette, président d'Orange Digital Investment et dg délégué d'Orange, lors d'une conférence sur le sujet au printemps. Certains VC craignent cependant qu'un groupe rechigne à devenir client d'une société dans laquelle l'un de ses concurrents serait actionnaire.

Les sorties au cœur du débat

Ces craintes, en grande partie théoriques, se retrouvent surtout en matière de sortie. À en croire certains investisseurs, les industriels sont



Photo : DF

« *Chacune des six participations de SNCF Digital Ventures travaille avec la SNCF* »

Valérie Gombart, associée, Hi Inov.

enclins à demander systématiquement des privilèges : droits de préemption, de premier refus, liste noire limitant le nombre d'acquéreurs potentiels... Les associés réussissent souvent à s'y opposer ou du moins à les restreindre dans le pacte d'actionnaires. « Les *corporate* demandent

généralement une fenêtre de tir pour faire une offre. Mais mieux vaut ne pas aller au-delà de ce droit préférentiel afin de ne pas perturber le processus de vente », conseille Charles Letourneur. Un autre reproche répandu chez les VC concerne les incertitudes sur l'horizon temporel des industriels. « Les CVC ont fait des allers-retours en fonction des changements d'équipe dirigeante et de stratégie pouvant parfois conduire à l'arrêt brutal de programmes d'investissement », souligne l'un d'eux. Investisseurs financiers, comme entrepreneurs, demandent avant tout de la clarté. « Quand on entre au capital d'une *start-up*, on se place ensuite dans une position de vendeur en cas de M&A, comme les autres actionnaires », rappelle Andrew Romans, *general partner* du VC américain Rubicon Venture Capital et auteur du livre « Masters of Corporate Venture Capital ». « Lors d'un co-investissement avec un *corporate*, il faut que celui-ci soit transparent avec la *start-up* sur ses intentions comme nous le sommes. Si c'est un premier pas vers une acquisition, il faut le dire », insiste de son côté Samantha Jerusalmy, d'Elaiia Partners.

367 M€ injectés l'an passé

L'associée côtoie les industriels également au sein même de son fonds, lequel a fait une place pour la première fois à trois d'entre eux - EDF,

Une niche fiscale

Il aura fallu attendre plus de trois ans pour voir le nouveau mécanisme d'incitation fiscale du corporate venture français mis en œuvre. Le décret du 31 août 2016 détaille un dispositif susceptible de dynamiser encore davantage s'il en était besoin le « capital-risque d'entreprise » dans l'Hexagone. Depuis un an donc, les entreprises sont incitées fiscalement à investir au capital de PME innovantes. Elles peuvent ainsi amortir sur cinq ans leurs investissements initiaux. À condition de prendre une position très minoritaire – pas plus de 20 % du capital de la cible – et de ne pas consacrer plus d'1 % de son actif à chaque investissement. Bonne nouvelle pour les sociétés de gestion, ce dispositif couvre aussi les interventions indirectes, par le biais d'un fonds d'investissement. En revanche, cette nouvelle niche fiscale entre en concurrence avec l'IR PME et l'ISF PME, qui devrait disparaître cette année. En effet, la cible devra limiter à 15 M€ les investissements dotés d'avantages fiscaux reçus au cours de son existence.

Nexity et ADP - dans sa dernière moulture. Comme Elaiia, au moins trois autres sociétés de gestion qui n'avaient pas de LP industriels ont franchi le pas cette année. Serena a ainsi fait entrer dans son dernier véhicule MACSF, Allianz, BNP Paribas et Maif Avenir, des LP aux profils d'investisseurs institutionnels mais

qui interviennent ici dans une logique de veille technologique. Pour son premier véhicule de 150 M€, Daphni a su compter sur Maif Avenir, Nokia ou Fnac-Darty. Quant au fonds d'entrepreneurs CapHorn Invest, il accueille cinq entreprises dont Adeo et ID Kids. Si le rythme s'accélère, le poids des *corporate* au sein des fonds de capital-innovation reste encore limité. En 2016, ils avaient ainsi injecté 367 M€ dans des fonds français, soit 2 % des levées de véhicules, selon l'Afic. « Même si ce n'est pas un tsunami, les industriels sont en effet plus nombreux à devenir souscripteurs de fonds, particulièrement dans les secteurs de la santé, de l'automobile et de la finance », relève Xavier Comaills, avocat associé chez Clifford Chance.

Des souscripteurs aux demandes spécifiques

A lors que certains capital-risqueurs préfèrent avoir des grands groupes comme souscripteurs plutôt que comme co-investisseurs, les rapports entre financiers et *corporate* ne sont pas forcément plus

simples dans cette configuration. Là encore, la différence d'horizon a tendance à refroidir certains gérants. « Miser sur un souscripteur financier est un gage de stabilité et permet d'anticiper la levée du prochain véhicule », souligne l'un d'eux comptant pourtant des LP industriels. Mais c'est surtout la gouvernance du fonds au jour le jour qui peut effrayer.

« Contrairement à un LP traditionnel, un industriel aime avoir accès au *deal flow*, en participant parfois à des comités consultatifs voire en déléguant une personne dans l'équipe de gestion, assure un VC. Il faut

donc pouvoir répondre à ces demandes et cela alourdit la gouvernance, surtout s'il y a plusieurs industriels. » D'autres gérants s'accommodent de cette situation. « Il faut comprendre que les *corporate* cherchent à être nourris d'innovation. On ne peut pas les convaincre d'investir si on n'accepte pas de les informer sur le *deal flow* ou de les aider à passer au crible un secteur par exemple. Si on veut rester dans la position du VC seul avec des institutionnels, il faut être capable de leur offrir le même rendement que le LBO », relève Valérie Lombart de Hi



Photo : DR

**Andrew Romans, general partner
Rubicon Venture Capital.**

Inov, qui gère notamment SNCF Digital Ventures. « Les GP ont affiné leurs offres auprès des industriels depuis trois ou quatre ans. Ils ne leur proposent plus de faire des placements, même si la rentabilité financière est indispensable, mais s'adressent avant tout à leur branche innovation », confirme Olivier Dumas. Le risque pour une société de gestion est d'accorder trop de pouvoir à certains souscripteurs, au point de paralyser la gestion. Lors du lancement du fonds *multicorporate* Ecomobilité Ventures il y a six ans, chacun des quatre *sponsors* - SNCF, Orange, Total et PSA - détenait ainsi un droit de veto sur les investissements.

Vers un rapprochement

Les choses s'améliorent néanmoins, et même les VC les plus hostiles n'excluent plus de travailler avec des fonds *corporate*. La professionnalisation, constatée par beaucoup, des industriels en la matière l'explique en partie, tout comme l'intérêt bien compris des gérants et de leurs participations. « Un souscripteur industriel peut être d'une grande aide à la société de gestion, en lui apportant un avis objectif sur une cible éventuelle », souligne Xavier Comaills. À ce travail d'audit s'ajoutent des arguments moins concrets. Des investisseurs mettent en



Photo : DR

« Un souscripteur
industriel peut être d'une
grande aide »

**Xavier Comaills, associé,
Clifford Chance.**

avant par exemple l'avantage compétitif d'avoir un LP industriel dans les discussions avec un entrepreneur, ou encore le fait qu'une société soit rendue plus « crédible » par une levée auprès d'un grand groupe. L'intérêt pour la *start-up* peut être aussi plus direct. « Chacune des six participations de SNCF Digital Ventures travaille avec la SNCF », indique avec fierté Valérie Gombart. Si les structures adoptées par les groupes industriels diffèrent toutes, du programme d'investissement interne au fonds *multi corporate*, les acteurs du financement de l'innovation mettent souvent en avant l'intérêt

d'avoir une société de gestion indépendante. « Un industriel est souvent tenté de contrôler la société de gestion. Or l'indépendance de celle-ci est essentielle afin de jouer le rôle de filtre capable d'empêcher les conflits d'intérêts, de protéger les autres LPs comme les *start-up* », insiste Olivier Dumas. Une indépendance, imposée d'ailleurs par la loi française, également nécessaire afin de ne pas entamer

la crédibilité du gérant et d'obérer ses chances de relever des fonds. À mesure qu'ils gagnent en expérience dans le métier d'investisseur minoritaire, les industriels se rapprochent des capital-risqueurs traditionnels, recrutant toujours plus dans cet écosystème - fonds mais surtout banque d'affaires - des nouveaux profils venant épauler les équipes issues du groupe. C'est le cas par exemple d'AXA Strategic Ventures, piloté par Minh Tran, passé par Truffle Capital, de Safran Corporate Ventures, qui a débauché Grégoire Aladjidi chez Demeter, mais aussi d'Aliad (Air Liquide) et d'Edenred parmi d'autres. Reste à adopter une logique purement financière, en créant une muraille étanche avec les activi-

« *Les VC ont affiné leurs offres auprès des industriels* »

Olivier Dumas,
associé, Dechert.



Photo : DR

tés opérationnelles et stratégiques du groupe, comme le souhaitent plusieurs VC... Jusqu'à devenir des investisseurs comme les autres ? ■

À LIRE AUSSI

SUR CFNEWS EN LIGNE

- ➔ **Plus d'1 Md€ injecté dans les start-up au premier semestre**
- ➔ **Activity, l'autre pépite française de l'Internet des objets**
- ➔ **Younited Credit signe la plus grosse levée fintech française**

TÉLÉCHARGEZ L'ARTICLE



Un partenariat de terrain



Laurence Freche,
Directrice Générale
du groupe FRECHE, leader
régional de la location
de matériel à destination
des entreprises du BTP.



Laurent Vasselín,
Directeur de Participations
chez CM-CIC Investissement,
spécialiste des métiers de haut
de bilan pour répondre
aux besoins de financement
en fonds propres des entreprises.

L'entreprise

Laurence Freche

Nous sommes implantés dans le Sud-Est de la France depuis plus de 50 ans. Nous nous positionnons comme un loueur régional indépendant, avec aujourd'hui 18 agences. Nous travaillons pour les métiers du bâtiment, des travaux publics et de l'industrie. Les deux tiers de nos clients sont des PME. Le dernier tiers est constitué de grands groupes du BTP avec qui nous avons signé des accords-cadres.

Laurent Vasselín

Le groupe Freche s'appuie sur son réseau d'agences bien ancré dans le quart sud-est et sur un large parc de machines modernes et performantes. Il se différencie par sa qualité de service avec, par exemple, l'organisation de tournées de nuit pour que les clients puissent disposer de matériels dès le début de leur journée de travail.

La rencontre

Laurence Freche

En 2015, pour étendre notre terrain d'action et accélérer notre diversification, nous avons choisi de racheter FBL, une société spécialisée dans la location de matériels à destination d'une clientèle industrielle. Au-delà des apports de capitaux, nous avons vu dans notre partenariat avec CM-CIC Investissement une formidable opportunité de grandir tout en nous structurant.

Laurent Vasselín

CM-CIC Investissement est entré au capital du groupe Freche lors de l'acquisition de FBL, afin de lui permettre de franchir une nouvelle étape de son développement. Nous avons été conquis par une équipe de direction de grande valeur. Laurence et Eric Freche sont tous deux d'excellents professionnels, aux profils complémentaires, avec de grandes qualités humaines reconnues par leurs équipes.

Les ambitions

Laurence Freche

Notre stratégie de développement est dirigée vers un maillage plus dense du territoire, car c'est un métier où il faut être proche des clients et des chantiers. Nous nous développons par croissance organique, avec des destinations-cibles pour les nouvelles agences, et sommes à l'écoute d'opportunités de croissances externes en France et à l'international.

Laurent Vasselín

Nous soutenons pleinement la stratégie de développement ambitieuse du groupe, tenant compte de sa capacité à fédérer les hommes pour offrir un niveau de service premium sur l'ensemble du territoire. Partageant des valeurs communes avec les dirigeants, nous accompagnons avec enthousiasme cette belle aventure familiale !

En savoir plus sur cette rencontre ?
Retrouvez l'interview complète
de Laurence Freche sur le site

www.cmcic-investissement.com

Et suivez toute notre actualité sur 

FRECHE
LOCATION

CM-CIC
Investissement

Retrouvez tous les anciens numéros de CFNEWS Magazine dans notre bibliothèque



 **CFNEWS**
L'INFO ET DATA DU CORPORATE FINANCE

Accédez à la bibliothèque

