



Jeudi 7 avril 2016. Dans les nouveaux locaux du cabinet Gowling WLG (ou résidait précédemment Google), le Magazine des Affaires a donné rendez-vous à 10 acteurs du LBO en France. Retour en images sur deux heures de débats passionnés et digitalisés.

Photographie : Fabrice de Silans

## Le Private Equity

### s'adapte à l'ère de la digitalisation

**Olivier Bénureau, Mda** : Le marché est-il toujours aussi actif malgré un environnement incertain ?

**Olivier Millet, Eurazeo PME** : Les opportunités d'acquisition sont importantes. Le contexte macroéconomique et politique n'est pas particulièrement porteur mais nous rencontrons des entrepreneurs qui ont des projets, des envies. Est-ce qu'il y a suffisamment d'entreprises à accompagner ? Oui. Vous avez vu les statistiques de l'AFIC en 2015. La France est un marché très vaste. Au total ce sont 1600 sociétés soutenues par le private equity l'an passé. Et l'anticipation que je fais, c'est que l'on est juste au début d'un cycle qui va nous amener à financer à peu près le même nombre d'entreprises, mais en injectant plus de capitaux dans chaque entreprise pour leur permettre de participer à la consolidation de leur secteur. L'enjeu est à la fois très simple et particulièrement enthousiasmant : il consiste à changer la taille moyenne des PME françaises. Les PME/ETI allemandes ou anglaises sont en moyenne deux fois plus importantes en termes de chiffre d'affaires. Pour rester compétitif, il faut donc des opérations de consolidation et de la croissance interne.

**Olivier Bénureau, Mda** : Fabrice Scheer, chez UBS, vous avez également beaucoup de dossiers en ce moment ?

**Fabrice Scheer, UBS WM** : Il y a une volumétrie importante je trouve. Après un léger redémarrage en 2014, nous avons connu une vraie accélération de l'activité en 2015 et encore plus en 2016. A partir du moment où la macroéconomie s'est un peu stabilisée, notamment dans la zone euro, tout le monde s'est dit que ce serait durablement difficile, mais que globalement il n'y aurait pas de scénario catastrophe. Le financement est revenu, et surtout, ce qui est intéressant, il y a eu une vraie prise de conscience des dirigeants qui veulent accélérer et faire jouer les effets de taille. En France, un patron de PME ou ETI évolue dans un environnement complexe pour ne pas dire défavorable compte tenu de l'instabilité des règles notamment sociales et fiscales et doit donc aujourd'hui jouer les effets de taille en s'internationalisant. Cela se fait principalement par acquisition.

## Olivier Millet

- Président du Directoire d'Eurazeo PME depuis 2005, Olivier Millet est également Vice-Président de l'AFIC depuis 2014. Olivier Millet a débuté sa carrière comme entrepreneur en 1986 en créant Capital Finance. Il a ensuite rejoint 3i (de 1990 à 1994), avant d'intégrer Barclays Private Equity France où il a participé pendant 11 ans au développement et au succès de ce fonds pan-européen. En 2005, Olivier Millet devient président du directoire d'OFI Private Equity société d'investissement cotée en 2007 et devenue en 2011 Eurazeo PME.
- Eurazeo PME apporte à ses participations tous les moyens financiers, humains et organisationnels pour se transformer dans la durée, et accompagne les entreprises de son portefeuille dans le déploiement d'une croissance pérenne et donc responsable. Il accompagne le développement de 8 entreprises : Dessange International, Léon de Bruxelles, Péters Surgical, Colisée, Vignal Lighting Group, Flash Europe et The Flexitallic Group, Fondis Bioritech.
- Eurazeo a reçu de nombreuses récompenses ces trois dernières années. Il est le fonds français le plus actif en matière de Build-Up en 2014 et 2015.



De ce point de vue là au moins, la crise fait finalement du bien à l'économie française.

**Olivier Millet, Eurazeo PME :** Une PME qui a « survécu » à la France a construit une capacité extraordinaire de se développer en France, en Europe et dans le monde. 30 % de l'argent qui est levé par le capital investissement en 2015 provient de l'étranger. Est-ce qu'il ne s'agit pas là d'un indicateur avancé et emblématique de la confiance extérieure sur la micro-économie française ? Il y a donc bien des investisseurs internationaux « complètement fous » qui choisissent d'allouer des actifs dans des PME françaises. La fonction économique du capital investissement, quelle que soit la taille des entreprises soutenues, est de leur faire vivre sur les 10 prochaines années ce que le CAC 40 a vécu sur les 30 dernières années,

c'est-à-dire son entrée dans la mondialisation.

“ La relation avec le capital investissement, c'est 10 à 20 ans. On est un actionnariat successif ”

Olivier Millet

**O.B. :** En qualité, est-ce que vous avez des exemples concrets en tête ?

**Olivier Millet, Eurazeo PME :** Nos patrons entretiennent un rapport holistique avec leur environnement : ils ne doivent pas seulement maîtriser un paramètre, mais des dizaines. Ils doivent accumuler des compétences technologiques, marketing, linguistiques et intégrer le social, l'environnement, la compliance.... Ils travaillent le jour, la nuit. Ces chefs d'entreprises sont des héros. Cela vaut pour les représentants de la French Tech et des startup mais aussi pour les chefs d'entreprise des secteurs plus traditionnels. A titre illustratif, chez Eurazeo PME, nous venons de racheter Linvosges. Le management a doublé la taille de la boîte en dix ans sur un marché compliqué. Maintenant, est-ce que toutes les PME/ETI ont la taille ou la maturité pour être compétitives à l'échelle internationale ? La réponse est non. Pour cela, il faut du temps et le capital investissement

a du temps, un temps plus long que la moyenne des 5 années d'investissement qui prévalaient jusque-là. La relation avec le capital investissement, c'est 10 à 20 ans. On est un actionnariat successif comme l'illustre le parcours de croissance remarquable d'une entreprise comme Flash Europe. D'abord soutenue par LBO France et Siparex, l'entreprise peut désormais s'appuyer sur nous (nouvel actionnaire) pour poursuivre, voir accélérer son développement.

**O.B. :** Chez KPMG et PwC, vous êtes sans doute ceux qui voient le plus les dossiers en tant qu'auditeur, vous avez ce même sentiment d'accélération ?

**Martin Naquet Radiguet, PwC :** C'était déjà très intense et on se disait que ce serait difficile déjà de maintenir un tel rythme. Mais depuis le début d'année 2016 c'est pourtant effectivement encore plus intense. Ce qui est intéressant, c'est qu'on voit se préparer plus de deals primaires en proportion, y compris des PtoP ou

des « carve-out ». Nous sommes également très actifs sur les build-up pour les sociétés sous LBO et qui cherchent à se développer pour s'internationaliser mais aussi pour aller chercher des zones de croissance un peu moins molles. Jusqu'à l'été, nous n'avons aucun doute, aucun inconfort sur le fait que nous serons très occupés, d'autant plus qu'il n'y a pas beaucoup de ponts au mois de mai cette année !

**Mathieu Wallich-Petit, KPMG :** Nous avons la même vision. Nous constatons une ré-accélération avec un « pipeline » complet. Toutefois, j'aimerais ajouter que nous sommes sur un marché vendeur, avec des valorisations relativement élevées. Il y a parfois une petite dé-corrélation avec les résultats des entreprises.

**Olivier Millet, Eurazeo PME :** Ça fait 25 ans que j'achète trop cher (sic). L'avenir le confirmera, je ne pense pas qu'on soit dans un marché vendeur puisqu'on trouve beaucoup d'acheteurs. On n'achète jamais trop cher une belle entreprise. Le contraire est faux.

**Tristan Parisot, European Capital :** Je suis d'accord avec toi Olivier, il n'y a pas de raison que les multiples baissent à court ou moyen terme. Dans l'environnement économique actuel et pour s'adapter à une accélération de la mondialisation, nos PME françaises n'ont pas d'autres possibilités que de grossir à marche forcée en investissant ou par croissance externe. Par ailleurs, le Private Equity est une classe d'actifs attractive et encore très prometteuse aux yeux des investisseurs. Les surplus de liquidité récents et à venir vont contribuer à entretenir des niveaux de valorisation élevés. La dette privée est probablement une bonne illustration du phénomène actuel. De plus en plus d'investisseurs s'intéressent à cette « nouvelle » classe d'actifs et investissent dans des GPs de plus en plus nombreux avec inéluctablement un impact sur les pricing et les leviers qui alimentent des valorisations élevées.

**Fabrice Scheer, UBS WM :** Il y a un mouvement ininterrompu et structurel de montée du prix et de la valeur des



### Fabrice Scheer

- Fabrice Scheer est responsable de l'équipe UBS M&A MidCap depuis 2008. A 46 ans, il compte 17 années de Fusions & Acquisitions à son actif, passées au sein d'Ernst & Young Corporate Finance puis UBS. Sous son impulsion, l'équipe MidCap d'UBS enregistre une forte progression de son activité. Constituée de 15 professionnels, l'équipe est à l'œuvre sur une vingtaine de mandats en cours d'exécution..
- Pour mémoire, Fabrice est intervenu sur les deals Franck Provost, Brunel, Euro Protection, Synchrone, Pacific Pêche, Oberthur, Vulcain, Malherbe, Cognac Larsen
- L'équipe d'UBS Wealth Management est montée en puissance au cours des cinq dernières années dans le métier du Capital Investissement. Avec Rothschild et Natixis Partners notamment, elle fait partie des cinq banques d'affaires qui ont accompagné le plus d'opérations de Private Equity de 2014 à 2016.



**Fabrice Scheer, UBS WM :** Il y a un autre élément qui est très important et qu'il faut garder en tête. Premièrement, quand les industriels, y compris PME ou ETI françaises, décident de rentrer dans un processus, ils ne sont pas en reste pour articuler des valorisations nettement supérieures à celles des fonds. Donc quand on dit que le monde de l'investissement fait n'importe quoi sur les valorisations, c'est faux. Deuxièmement, le contexte actuel est radicalement différent par rapport à 2007 où nous sortions d'un cycle de croissance française ininterrompue depuis quasiment dix ans. On avait connu un cycle catastrophique dans les années 90 avant d'entrer ensuite dans un cycle de 10 ans de croissance de redressement des marges et donc implicitement de multiples de valorisation sur EBITDA élevés. Aujourd'hui, on est certes sur des multiples qui sont supérieurs, mais on est en sortie d'un cycle économique particulièrement adverse. Par ailleurs, il y a le sujet du multiple, mais il faut aussi regarder sur quoi il s'adosse. Le private equity intègre aussi dans sa valorisation des paramètres essentiels que sont la qualité du management et sa stratégie, sa capacité à résister à un cycle violent, beaucoup

plus dur que celui de 1990 puisque à dimension mondiale. Une fois encore, le contexte lié à un cycle économique spécifique change complètement le paradigme sur la valorisation.

**Pierre Bordeaux-Montrieux, Siparex :** Par rapport à 2007, on observe que les affaires sont plus solides. Elles ont été mieux gérées. Les dirigeants, quelle que soit la taille de l'entreprise, ont une vraie sensibilité au cash, ce qu'ils avaient sans doute moins auparavant, et cela est bénéfique pour la gestion des entreprises. Concernant le volume d'investissement, en deal primaire, il y a moins d'euphorie, moins de volume, peut-être que les gros volumes vont arriver, mais pour nous, c'est vraiment le marché du LBO secondaire qui est très actif, compte tenu de la liquidité. Sur le primaire, nous sommes dans une année d'élections avec des impacts de fiscalité où les arbitrages patrimoniaux pour les dirigeants ne sont clairement pas prêts.

**Olivier Millet, Eurazeo :** Si d'aventure on supprimait l'ISF, normalement on aurait un deuxième phénomène d'accélération pour 2018 avec une génération de cédants libérés de l'an-

sociétés non cotées depuis vingt ans. Et ça va continuer pour les raisons que vous évoquez. C'est un phénomène qui est mondial. Je rappellerai d'ailleurs que les entreprises en France valent moins cher que les entreprises anglaises, allemandes ou américaines non cotées. Les entreprises italiennes sont un cran derrière, mais elles vont être de plus en plus chères. Les entreprises allemandes sont également moins bien valorisées mais c'est un marché moins mature aussi, mais qui va monter et exploser.

**Mathieu Antonini, ARDIAN :** Ça fait 20 ans qu'on en parle, et l'évolution est lente avec pour les entreprises familiales un statut fiscal privilégiant la transmission inter-générationnelle.

**Xavier Leloup, M&A :** Par rapport à 2006 – 2007, vous pensez qu'on en est où ?

**Tristan Parisot, European Capital :** Les valeurs sont certainement supérieures à 2007 sauf que les spon-

“ Il y a un mouvement ininterrompu et structurel de croissance du prix de sociétés non cotées depuis 20 ans ”

Fabrice Scheer

sors et les créanciers sont aujourd'hui beaucoup plus sélectifs. Les sociétés

payées dix ou douze fois l'EBITDA sont de belles affaires qui ont bien traversé la crise. Les sous-jacents plus médiocres ne partent pas à ce niveau de prix, voire ne partent pas du tout. Par ailleurs, pour les créanciers que nous sommes, il est vrai que les leviers remontent souvent à 5x voire davantage. Cela dit, la grande différence, c'est que le « coussin » d'equity qui passe après notre dette est beaucoup plus épais qu'en 2007. A cette époque, il n'était pas rare de voir 6x de levier pour une valorisation de 8x, le sponsor n'investissant que 2x en equity. Aujourd'hui, ce n'est pas le cas, pour un levier identique à 6x, le sponsor va investir 2 fois plus, i.e 4x en equity car la valorisation du même actif va atteindre un multiple de 10x. Pour un prêteur, avoir un sponsor beaucoup plus exposé financièrement sur un deal constitue une différence majeure, notamment en cas de sous performance.

goisse fiscale.

**Jérôme Patenotte, Gowling WLG :** Par rapport à 2007, certes nous retrouvons des multiples relativement importants, mais malgré cela, la façon d'investir n'est pas la même. Ce qu'on faisait à l'époque en termes de due diligence, en termes de contrat, c'était des beauty contests dans lesquels il fallait aller très vite et on ne prenait pas le temps que les investisseurs mettent aujourd'hui à ausculter les cibles. C'est-à-dire que dans leur façon d'acquérir, les investisseurs ont gardé une certaine prudence. Aujourd'hui, même en contexte d'offre très concurrentielle et sur des deals secondaires, on continue tout de même de faire de vraies due diligence, mais de manière intense et sur des délais parfois très courts.

**Mathieu Wallich-Petit, KPMG :** C'est exactement mon point de vue. Je retrouve la tendance à conclure des deals plus rapidement. Nous passons moins de temps sur les diligences avec des valorisations d'actifs qui me paraissent relativement assez élevées par rapport à des entreprises qui sont parfois dans la moyenne du secteur et une concurrence exacerbée entre les fonds.

## Martin Naquet-Radiguet

- Associé au sein du Transaction Services de PwC France, département qu'il a rejoint en 1997 et qu'il a dirigé de 2009 à 2015. Martin est responsable du Private Equity pour PwC France.
- Au cours des 19 dernières années, Martin Naquet-Radiguet a mené plus de 350 projets de due diligence, pour des investisseurs financiers ou industriels, côté buy-side ou sell-side. Ses clients incluent un large portefeuille de fonds d'investissement mid-cap ou large-cap (Montagu PE, Motion EP, IK, LBO France, Bridgepoint, Qualium, Abenex, BC Partners, Advent, etc.), ainsi que des grands groupes français (VINCI, Sodexo, etc).
- Parmi les projets récents menés par Martin, figurent notamment les vendor due diligence sur Centor US, Grand Frais, Quick, Feu Vert, Centor, FullSix, et des due diligence buy-side sur Altair, Vivalto Santé, Stella Group.



and build. Si en revanche c'est une très belle société type «vache à lait» avec peu de croissance et pas de projet de consolidation, il vaut mieux prendre du financement bancaire qui coûte moins cher.

**O.B. : On a parlé du buy and build, Olivier Millet, chez Eurazeo PME, vous réalisez beaucoup du build-up, ça veut dire que l'essentiel de vos participations sont structurées en unitranche ?**

**Olivier Millet, Eurazeo PME :** Le build-up n'est plus un facteur de différenciation entre deux stratégies de fonds d'investissement. Une entreprise qui ne serait pas dans une logique de consolidation et de croissance externe passe à côté d'un de ses objectifs. Le temps ancien du capital investissement qui se résumait à du « leverage » d'actifs est révolu. Nous ne sommes pas en train d'acheter de l'immobilier par endettement, nous transformons la taille des entreprises. Alors il y a plein de stades, d'abord les premiers tours, les premières étapes de structuration, les « carve-out », les entreprises familiales, la mise à niveau et puis après, il y a les opérations de transformation et d'accélération de la taille...

**Stéphane Hutten, Hogan Lovells :** Le potentiel de build-up est valorisé dans

les processus d'enchères : il est fréquent de trouver dans les infos mémos quelques slides expliquant les perspectives de build-up, et c'est évidemment un upside et donc un élément de valorisation potentiel. Bien souvent, à peine le deal closé, on commence déjà à parler et à travailler sur un build-up. Ce qui nous fait vraiment plaisir, c'est de voir que même des petites PME regardent souvent à l'étranger en dehors des frontières et sont agressives. Cette année j'ai à l'esprit des deals de petite taille sur des PME françaises qui sont allées faire du build-up au Danemark, au Portugal ou en dehors d'Europe. Est-ce que c'est nouveau ? Non, mais c'est devenu un must have sur beaucoup de projets.

**Olivier Millet, Eurazeo PME :** Ces matchs qui se jouent à l'international nécessitent un certain nombre de moyens. Il faut entre autres que le management soit expérimenté, que l'entreprise maîtrise ses fondamentaux. Les sociétés qui en sont à leur deuxième ou troisième tour de private equity sont à cet égard mieux préparées. Après, est-ce que les firmes de private equity sont capables d'accompagner ce mouvement ? Oui, mais à condition d'avoir beaucoup de fonds propres disponibles parce qu'on ne met pas six fois de « leverage » pour acheter une entreprise en Inde, cela se finance avec des

fonds propres supplémentaires. Des « guichets » de private equity ? Il y en a 280 en France, un peu moins que le nombre de fromages. Mais ceux qui ont la capacité d'apporter des fonds, de réinjecter des fonds lors des opérations de build-up, sont un peu moins nombreux. Au delà des fonds, c'est l'expérience qui importe. Faire des build-up ne nécessite pas d'autorisations préalables, tout le monde peut s'improviser mais, assez naturellement, les patrons d'entreprises vont vers ceux qui en ont réalisés concrètement avec succès.

**Fabrice Scheer, UBS WM :** Nous constatons aussi une attente beaucoup plus forte de nos clients entrepreneurs dans les process que nous menons pour les aider à discerner la génétique des futurs investisseurs qu'ils recherchent au-delà de la transaction. Aujourd'hui, on nous demande de trouver des gens capables d'accompagner financièrement la stratégie de croissance externe. Les dirigeants sont beaucoup plus vigilants au stade d'investissement du fonds d'investissement. Vient-il de lever ? Est-ce que je serai la dernière ligne du fonds ?, etc. Au-delà d'apporter de l'argent, ils cherchent également des professionnels qui sauront s'investir à leurs côtés dans le cadre de changements structurels dans la stratégie d'entreprise. Il y a des financiers qui pour différentes raisons sont restés

“ Nous avons des équipes spécialisées qui sont capables d'apprécier le niveau de maturité digitale de la société qu'on analyse. C'est essentiel car on peut être sur des retards potentiellement irrémédiables ”

Martin Naquet-Radiguet

général.

**O.B. : MdA: Grâce à qui ?**

**Tristan Parisot, European Capital :** Je pense que tu fais allusion au fait que le premier unitranche réalisé en Europe l'a été par European Capital, sur la société Delsey en 2007. Aujourd'hui, plus une personne autour de la table en Equity ne regarde un dossier sans benchmarker les deux solutions : financement bancaire classique et unitranche.

**O.B., MdA: À partir d'une certaine taille ?**

**Tristan Parisot, European Capital :** En fait c'est moins une question de taille de société que de stratégie de création de valeur. Typiquement l'unitranche est plus approprié pour une stratégie de buy

Par ailleurs, sur le financement, les documentations bancaires redeviennent plus légères.

**Pierre Bordeaux-Montrieux, Siparex :** Au-delà de l'apport en fonds propres, ce que je trouve intéressant dans le financement de LBO, c'est qu'on peut arriver à structurer les entreprises, les accompagner dans leur développement, notamment à l'international, les inciter à se développer par croissance externe, et d'être peut-être un peu moins focalisé sur la performance purement financière de court terme.

**Tristan Parisot, European Capital :** C'est effectivement une différence majeure. Le financement unitranche est 100% « in fine », ce qui permet de laisser à disposition de la société le cash-flow



### Mathieu Wallich-Petit

- Associé, Responsable de l'activité Private Equity de KPMG France et associé Transaction Services
- Au cours des 16 dernières années, Mathieu a conseillé à la fois des fonds d'investissement et de grands groupes internationaux dans le cadre de leurs opérations en France et à l'étranger. Récemment, il est intervenu sur la cession de SMCP par KKR ou encore l'acquisition de Saverglass par Carlyle.
- Parmi ses clients, il compte de nombreux fonds d'investissements tels que KKR, Carlyle, Apax, Oaktree, PAI, Tikehau, Wendel, ainsi que de grands groupes français tels que Sanofi, EDF, Danone, Orange...
- L'équipe Transaction Services de KPMG est composée de 130 personnes à Paris et de relais régionaux au travers des 238 bureaux en province afin d'être au plus près des réalités économiques des clients. L'équipe intervient à toutes les étapes de la transaction : due diligence financières d'acquisition ou de cession, assistance dans le cadre d'OPA, enjeux comptables et financiers de la transaction.

passifs alors qu'ils auraient dû pousser le dirigeant à mettre des outils analytiques en place, à faire évoluer son management, à s'adapter à la révolution digitale... Aujourd'hui le patron est beaucoup plus demandeur d'interaction et de proactivité dans un contexte économique de rupture.

Olivier Millet, Eurazeo PME : Oui et ce n'est pas juste une question de taille. On peut être un fonds de 100 millions et être extrêmement dynamique et engagé dans la transformation, etc.

**Tristan Parisot, European Capital :** En tant que censeur souvent présent aux Boards nous voyons bien la différence de comportement entre les sponsors et ce n'est pas du tout une question de taille de transaction ou de taille de fond. Les comportements varient beaucoup d'un fond à un autre et

même à l'intérieur d'une même équipe, nous voyons des profils très différents.

“ **Nous sommes sur un marché vendeur, avec des valorisations relativement élevées. Il y a parfois une petite dé-corrélation avec les résultats des entreprises** ”

Mathieu Wallich-Petit

Aujourd'hui les valeurs étant élevées, le sponsor, s'il veut dégager un bon TRI à la sortie, doit vraiment être « hands-on » dans ses choix en terme de stratégie et de process. Certaines PME françaises manquent de process. Dans ce cas, nous pensons que les accompagner à l'international sans un sponsor impliqué et « hands on » est risqué. Le build-up, c'est un outil de création de valeur utile, souvent nécessaire, mais s'il n'est pas bien exécuté il augmente significativement notre risque de prêteur.

**O.B. : Jérôme Patenotte, vous avez des statistiques sur le taux de réussite des build-up je crois ?**



**Jérôme Patenotte, Gowling WLG:** Elles continuent d'être plus ou moins respectées. On n'a pas plus de chances aujourd'hui de réussir dans le build-up que dans un mariage en l'Île-de-France ! Quand on regarde à deux trois ans après en règle générale 66 % n'ont pas produit les synergies attendues et souvent pour les mêmes raisons que pour les désunions entre individus: les cultures ne se sont pas mariées. J'ai donc le sentiment que cette loi continue. Les vraies créations de synergies, le 1 + 1 = 2,5 ou 3, ne sont pas si simple à atteindre, même si on voit par contre des équipes de managers qui deviennent des vétérans du build-up et qui eux sont vraiment excellents avec beaucoup de processus dans la réussite de ces intégrations, à l'image d'une entreprise comme IMV Technologies par exemple.

**Stéphan Hutten, Hogan Lovells :** Cette difficulté à créer de la valeur dans le build-up donne parfois un atout à ceux qui ont une spécialité sectorielle ou géographique (fonds spécialisé sur la Chine ou sur les nouvelles technologies), ou qui, de par leurs statuts, peuvent offrir plus de temps pour réaliser le build-up (société d'investissement en fonds propres, etc.). Ils sont plus experts ou moins contraints et



donnent ainsi de la crédibilité à l'upside qui viendra par le build-up. Les fondateurs et managers sont parfois sensibles au fait que ces spécificités ou types d'expertise augmentent la probabilité de succès de la stratégie de build-up. Il y a ainsi des dossiers que l'on a vu passer à la vente où ce n'est pas celui qui offre le meilleur prix qui l'emporte mais celui qui a la meilleure approche pour le build-up.

**Jérôme Patenotte, Gowling WLG :** En même temps sur le thème du build-up, je pense à quelque chose de très important à l'international en particulier, c'est d'être prêt à partager aussi le gâteau domestique, c'est-à-dire que dans le fameux tiers des opérations que j'ai vues réussir, le nombre dans lesquelles les managers internationaux des cibles sont rentrés dans le « management package » global, ou sont rentrés dans la « manco », au même niveau que les managers qui achetaient, est prépondérant. L'intégration doit être capitalistique autant qu'opérationnelle.

**Xavier Leloup, M&A :** Et dans la nature des sociétés rachetées, est-ce que toutes les entreprises veulent se renforcer dans le digital ? ACCOR a encore acheté une entreprise hier. Dans votre branche infrastructure



par exemple, Mathias Burghardt expliquait récemment qu'il était arrivé à augmenter le trafic d'un aéroport sans construire en dur. C'est-à-dire que même dans l'infrastructure qui est souvent sans doute à tort apparentée à l'immobilier, le digital est un nouvel axe d'investissement ? Est-ce quelque chose qu'on retrouve dans beaucoup d'industries ?

**Mathieu Antonini, ARDIAN :** Avant de revenir là-dessus, pour compléter ce que disait Olivier, c'est une mauvaise nouvelle et en même temps, c'est la meilleure nouvelle de la journée. Je suis persuadé que les prix ne vont jamais baisser, ce qui nous donne du travail pour les 20 prochaines années. Pour une raison extrêmement simple, c'est que quand vous prenez la chaîne de valeur dans notre métier, on oublie ceux qui sont tout au début de la chaîne, c'est-à-dire ceux qui nous confient des fonds à investir. Le private equity est une classe d'actifs qui a deux énormes avantages : d'abord, générer des rendements supérieurs de manière persistante, résiliente sur 1 an, 5, 10 ou 20 ans, ce qui en fait la meilleure classe d'actifs, ça c'est le premier point. Deuxième avantage pour les gros investisseurs : des valeurs qui sont extrêmement stables. Vous n'avez pas



### Mathieu Antonini

- Mathieu Antonini est Managing Director au sein de l'équipe Mid-Cap d'Ardian. Après une expérience chez Saint Gobain puis le fonds Large Cap Permira, Mathieu Antonini a rejoint le fonds Ardian (Ex AXA Private Equity). Depuis son arrivée, il a réalisé une quinzaine d'opérations de LB O et de Build-Up.
- Ardian Mid-Cap Buy-out finalise l'investissement de son fonds de cinquième génération d'un montant total de 2,4 milliards d'euros et prépare la levée de son 6ème fonds. L'équipe compte 35 investisseurs répartis en France, Allemagne, Italie, UK et Espagne. Parmi ses thèses d'investissements préférés figure les stratégies de Build-Up transformant.
- Ardian a reçu de nombreuses récompenses dont le Grand Prix de l'accompagnement des ETI surperformantes en 2015 et 2016 décerné par le Magazine des Affaires.



déré et ça doit toujours être le cas, les classes d'actifs alternatifs donc avec des TRI décorrélés des marchés financiers. On est dans la transformation, dans le passage d'un métier d'artisan à un métier d'industriel, il y a un risque qui est également une opportunité, c'est de passer d'un métier de très moyen terme ou long terme à un métier qui switche de plus en plus vers le capital market. Quand on monte en termes de taille de deal on voit que les financements sont très liés à l'évolution du marché boursier avec des fenêtres d'opportunité qui s'ouvrent, qui se ferment. C'est une tendance qui est très nouvelle dans notre métier. Est-ce que l'augmentation des valorisations est liée à une bulle ou est-ce que c'est lié au fait que l'on se rapproche du métier capital market ? Une introduction en bourse se fait en deux semaines quand tout le travail de préparation est fait.

**Olivier Millet, Eurazeo PME :** On a participé avec ARDIAN récemment à un "dîner de cons" et on n'a pas gagné ni l'un ni l'autre. Mais qui a gagné ? Un joueur qui n'avait pas fait de deal depuis 4, 5 ans et qui a surpayé de 20 %. Il y a quelques situations, mais ce n'est pas structurel au marché, dans lesquelles des acteurs sont en retard dans leurs investissements et jouent leur survie. Il y aura toujours des gens qui

entrent ou qui sortent et qui peuvent ponctuellement surpayer. Est-ce que de là, on conclut que c'est un marché de vendeurs et qu'il n'y a que des crétiens acheteurs ? Je ne crois pas. Je suis complètement d'accord avec Mathieu.

**Mathieu Antonini, ARDIAN :** Structurellement les prix vont monter et la grande difficulté c'est effectivement d'arriver à maintenir des niveaux de rendement qui soient significativement plus élevés que les autres classes d'actifs, c'est à dire aujourd'hui faire 17 % ou 18 % de rendement quand l'argent ne vaut plus rien. Historiquement quand j'ai commencé c'était 25 % de rendement. On a deux premières générations de fonds, un fonds levé en 98, un autre fonds levé en 2001, on a des TRI brut à 40 %, ce n'est pas possible sur une économie où le PIB est à 2 %, où le levier est ce qu'il est, de délivrer du 40 %. C'est ce que disait Fabrice très justement, on a eu un alignement des astres exceptionnels de 2002 à 2008, toutes les classes d'actifs étaient en hausse, le PIB est en hausse, la liquidité était en hausse, tout était incroyablement bien orienté et ça, ça arrive une fois tous les 20 ans ou 30 ans.

**Tristan Parisot, European Capital :** Je suis tout à fait d'accord avec toi Ma-

thieu. Les rendements dans le Private Equity vont globalement baisser, il faut l'accepter, mais ce n'est pas un drame car ils devraient rester supérieurs sur longue période aux retours des autres classes d'actifs. Et cela n'empêchera pas les meilleurs sponsors de continuer à afficher des performances excellentes grâce à leur jugement d'investisseur à l'entrée et à leur capacité à transformer les actifs dans lesquels ils auront investi, en consolidant leur marché par exemple.

**Mathieu Antonini, ARDIAN :** On ne pourra pas assurer, quelle que soit l'évolution du cycle, des TRI de 20 ou 25 %. C'est fini ça mais il faut segmenter l'analyse. La force du private equity c'est son modèle de gouvernance qui est un catalyseur pour transformer les entreprises. On est le seul modèle de gouvernance « project driven ». Et dire qu'un 4e LBO ne crée pas de valeur, ce n'est pas vrai.

**Olivier Millet, Eurazeo PME :** Je n'ai jamais été actionnaire de Webhelp, mais le parcours de croissance de cette entreprise est un cas d'école. Les deux entrepreneurs ont démarré de rien et, en ayant connu aujourd'hui quatre LBO, l'entreprise vaut 1 milliard !

**Mathieu Antonini, ARDIAN :** Exac-

de phénomène de krach boursier parce qu'on a un métier moyen terme donc nos valorisations sont basées sur une approche multi-critères qui lisse la volatilité. Le seul problème est de parvenir à appréhender la courbe en J. Oui je vais délivrer du 15-20 % de rendement, mais au début ça va être négatif, ça c'est toujours un peu compliqué. Et le deuxième problème c'est la liquidité puisque je suis investi pendant 10 ans.

**Olivier Millet, Eurazeo PME :** La liquidité de la classe d'actif a beaucoup progressé grâce aux fonds de fonds secondaires.

**Mathieu Antonini, ARDIAN :** Après c'est moins vrai parce qu'ARDIAN a développé une activité de fonds de fonds qui offre des solutions. Et on est aujourd'hui sur des investisseurs qui

ont atteint un bon niveau de maturité. C'est un marché qui a explosé. J'ai fait

“ Quand on achète, normalement on n'a pas une vision à 4 ans mais à 10 ans ”

Mathieu Antonini

ma première opération en 1994, les VDD stratégiques, on les faisait nous même. C'était vraiment un métier d'artisan, aujourd'hui le private equity

est une industrie. On a des investisseurs extrêmement matures qui disent on a une classe d'actif qui profite de rendement supérieure de manière extrêmement pérenne et stables. L'allocation d'actifs chez ces gérants va augmenter sur du private equity. Je suis intimement persuadé qu'on aura plus d'argent qui va se déverser dans ces classes d'actifs. Le challenge sera d'arriver à maintenir des niveaux de rendement qui soient significativement plus élevés que les autres classes d'actifs. On dit : "les TRI baissent". Ce n'est pas vrai, les TRI ne baissent pas.

**Olivier Millet, Eurazeo PME :** Pour faire le même TRI, on travaille deux fois plus quand même.

**Mathieu Antonini, ARDIAN :** Non les TRI ne baissent pas. On a consi-

## Tristan Parisot

- Tristan Parisot a rejoint European Capital en mars 2007 en tant que Directeur Associé et a été nommé Directeur Général France en 2009.
- En 2015, European Capital qui a réalisé sa meilleure année depuis 2005 a notamment arrangé les financements d'Unipex (unitranche) et de Proxiserve (mezzanine) en France et réalisé son premier financement unitranche en Espagne sur la société Euromed aux côtés du fond américain, Riverside. Avant de rejoindre European Capital, Tristan a passé plus de 10 ans chez 3i où il a sourcé, réalisé et suivi de nombreux investissements majoritaires et minoritaires.
- Au cours de ses 20 années d'expérience dans le Private Equity Mid Cap, Tristan a acquis une double expérience d'investisseur en capital (majoritaire et minoritaire) et en dettes privées (unitranche, mezzanine). Il a débuté sa carrière en 1992 en Malaisie (Kuala Lumpur) comme responsable commercial Asie d'Agencinox, une PME française spécialisée dans la fabrication de matériel médical, avant d'être auditeur pendant 3 ans au sein de KPMG Audit. Tristan est diplômé de l'École de Commerce d'EM Lyon.



tement, et ils ont fait à chaque fois des nouveaux projets.

**Fabrice Scheer, UBS WM :** Il faut voir aussi que le private equity joue cette partie-là alors que nous vivons une révolution digitale qui pénètre tous les secteurs d'activité. Aujourd'hui, il n'y a plus une seule PME qui ne peut pas devenir un jour une grande entreprise. Quand on voit d'où partent Free ou Altice, c'est fascinant. Cela faisait des dizaines d'années qu'on n'avait pas vu un entrepreneur partir avec pas grand-chose et devenir un leader dans un secteur compliqué où les Capex sont considérables. Qui sont les deux leaders aujourd'hui à part Orange dans le monde des télécoms ? : Deux entrepreneurs qui sont partis de rien. Et on peut faire ça en France, il n'y a pas

qu'aux États-Unis que cela existe. Si un entrepreneur a du drive, s'il sait recruter, s'il sait s'entourer, s'il a une bonne stratégie, le private equity peut l'ame-

“ **Les valeurs étant élevées, le sponsor s'il veut dégager un bon TRI doit vraiment être « hands on » dans ses choix en terme de stratégie et de process** ”

Tristan Parisot

ner très loin. L'économie va complètement changer. En France parce que son industrie traditionnelle décline, l'entrepreneur doit trouver des voies pour qu'il y ait de la croissance, se diversifier vers de nouveaux métiers, vers de nouveaux territoires. Le private equity a toute sa place pour jouer cette partie-là.

**Mathieu Antonini, ARDIAN :** Pour revenir sur ce que disait Tristan, il est vrai que les rendements en comparatif qui restent très bons, en valeur absolue vont baisser, parce que l'argent ne vaut plus rien aujourd'hui. Et il faut travailler cinq fois plus qu'auparavant pour y arriver. Les années 1990, c'était génial on rencontrait un entrepreneur, on mettait en place un bon reporting, on demandait



à Lazard d'organiser une vente aux enchères et quatre ans plus tard on faisait trois fois la monnaie.

**Olivier Millet, Eurazeo PME :** Je suis d'accord, j'ai démarré en 1990 chez 3i, on payait les entreprises cinq fois le résultat net.

**O.B. : J'aimerais rebondir sur ce que disais Fabrice Scheer sur la révolution digitale. Dans quelle mesure les fonds sont aujourd'hui équipés et peuvent aider les PME à se digitaliser ?**

**Olivier Millet, Eurazeo PME :** Dans les 10 ans qui viennent, on aura tous un digital officer dans nos équipes, capable d'aider toutes nos entreprises. Chez Eurazeo, notre responsable Sophie Flak intègre à la fois les dimensions RSE et digital.

**Mathieu Antonini, ARDIAN :** Chez ARDIAN on a la chance d'avoir un petit fonds qui s'appelle ARDIAN Croissance Innovation qui depuis 15 ans fait beaucoup d'Internet. C'est une équipe qui investit en France, en Italie, un peu en Espagne



**O.B. : Et chez Siparex, est-ce qu'il y a des passerelles avec XAnge ?**

**Pierre Bordeaux-Montrieux, Siparex :** XAnge est désormais la marque Innovation du groupe Siparex, avec un fort axe digital. C'est une expertise qui n'appartient pas seulement aux start up et aux équipes d'investissement venture mais qui se diffuse dans toutes nos activités, de la PME à l'ETI. Nous avons intégré ce volet digital dans nos cahiers des charges ; sur chaque deal nous avons cette approche.

**Olivier Millet, Eurazeo PME :** Il s'agit de due diligences IT et Digital pour mettre en évidence le passif IT éventuel. Le fait d'avoir sous-investi en IT dans une entreprise n'est pas toujours très visible. On a tous vécu par exemple le problème du changement ERP. Au départ, le coût raisonnable est estimé à un million. Trois ans plus tard, il peut grimper à quatre millions et cela ne marche toujours pas. Est-ce qu'il y a un passif ou un actif IT ? Cette analyse est la partie de l'infrastructure IT... mais au-delà, ce qui compte, c'est de comprendre si l'entreprise est au bon

niveau de jeu par rapport à la digitalisation de tout ou partie de son activité. Est-ce qu'ils sont en avance ou en retard ? Sébastien Bazin chez Accor le raconte très bien. Il y a 8 ans Accor a refusé de prendre 35 % d'Airbnb. Et ils ont refusé en se targuant d'être un grand hôtelier. Or, la détention d'hôtels n'a pas de sens lorsque les offres se transforment. Huit ans plus tard, Accor pèse 10 milliards et Airbnb, 20 milliards. Les anciens dirigeants n'avaient pas compris le problème.

**Tristan Parisot, European Capital :** Sébastien Bazin s'est adapté de façon impressionnante. Il a impulsé une culture digitale chez Accor alors qu'il ne vient pas du digital.

**Olivier Millet, Eurazeo PME :** Parce qu'en fait notre culture du capital investissement, c'est une culture du changement permanent, de l'adaptation, d'aller trouver la bonne idée la survie et l'adaptation au monde de demain. La force du capital investissement, c'est tous les deals qu'on a déjà faits, pas seulement parce qu'on a fait 15 % de TRI, mais parce qu'on a vécu plein d'expériences et qu'on est capable de partager avec les patrons nos expériences chinoise, digitale, etc., que dans le fonds maison il y a du digital, de l'immobilier, de l'infrastructure, etc. La solution n'est pas dans un tableur Excel, mais l'acceptation du changement. De temps en temps ce sont des changements industriels, des changements géographiques, des changements digitaux, des changements sociaux. C'est là notre fonction sociale d'actionnaire « professionnel », aider l'entreprise dans sa transformation permanente. Parce que l'argument de notre surperformance financière n'intéresse que nos bailleurs de fonds. On n'a pas à le cacher, mais ce n'est pas l'argument qui démontre notre utilité économique et sociale pour le pays. Notre pays est partiellement à l'arrêt, peut-être encore se remet-il en marche. En tout cas, on a un rôle à jouer et les

### Jérôme Patenotte

- Jérôme Patenotte, avocat associé de Gowling WLG, est spécialisé dans les fusions & acquisitions avec un accent particulier sur les transactions de private equity sur le marché mid-cap.
- Il conseille et accompagne les investisseurs en capital, les entreprises étrangères et françaises cotées ou non, les prêteurs mezzanine et les équipes de gestion dans leurs projets en France et à l'étranger.
- Au cours de ces 15 dernières années, Jérôme a conseillé des fonds d'investissement français comme Eurazeo PME, CM-CIC LBO Partners, OFI Asset Management, Capzanine, Idinvest, 123 Venture, Novi ou des sociétés telles que IMV Technologies, Movitex, Cap Vert Finance, Cyrillus Vertbaudet ou encore Estée Lauder Companies Inc.
- Jérôme est responsable d'enseignement à l'École de Formation du Barreau de Paris en fusions-acquisitions et en Mastère Spécialisé à l'Essec.
- Membre de l'AFIC.



entreprises que nous accompagnons sont, elles, en marche.

**Mathieu Wallich-Petit, KPMG** : Est-ce qu'on pense que le métier du private equity est à risque sur cette digitalisation ? Est-ce qu'on pourrait imaginer une « uberisation » du métier du private equity ? Je pense notamment au crowdfunding.

**Olivier Millet, Eurazeo PME** : Jusqu'à quelques millions d'euros.

**Mathieu Antonini** : Ça serait par le haut aussi.

**Olivier Millet, Eurazeo PME** : C'est honnête intellectuellement de le présenter comme ça, mais si vous êtes un intermédiaire sans valeur ajoutée, petit, moyen, gros, vous ne servez à rien et vous serez disruptifs tôt ou tard. On a quand même 2 % de frais de gestion ce qui peut être considéré comme trop ou pas assez, peu importe. Pour 2 %, il faut apporter deux fois plus qu'il y a cinq ans ou dix ans. Il faut apporter l'engagement digital, l'engagement RSE, l'appui de nos bureaux à l'étranger etc...

“ Dans la majorité des build-up internationaux que j'ai vu réussir, les managers des cibles sont rentrés dans le “management package” global. L'intégration doit être capitalistique autant qu'opérationnelle ”

Jérôme Patenotte

tion ce qui peut être considéré comme trop ou pas assez, peu importe. Pour 2 %, il faut apporter deux fois plus qu'il y a cinq ans ou dix ans. Il faut apporter l'engagement digital, l'engagement RSE, l'appui de nos bureaux à l'étranger etc...

**O.B. : On voit beaucoup d'entrepreneurs avec cette sensibilité digitale, mais est-ce le cas chez les LP ? Est-ce que c'est quelque chose qu'ils regardent ?**

**Mathieu Antonini, ARDIAN** : Les LP sont très sensibles aux faits. Est-ce que l'équipe de gestion est en capacité d'aider des sociétés à évoluer et donc à créer de la valeur quel que soit le cycle ? Les gens sont absolument persuadés au



jourd'hui et encore plus depuis 2008, que non seulement il y a des cycles, mais en plus, qu'à cause de la digitalisation, il y a une accélération des cycles. Et investir dans le cycle, en tous les cas ce n'est pas notre métier. Nous, on a une contrainte, on a de l'argent, on doit le déployer sur cinq ans. On ne peut pas se permettre d'attendre des cycles, ce n'est pas notre métier, ce n'est pas notre savoir-faire. Il faut que régulièrement on investisse. Les bailleurs de fonds se demandent toujours si l'équipe à qui ils confient de l'argent va être capable de transformer des sociétés malgré le cycle, quel qu'il soit.

**Mathieu Wallich-Petit, KPMG** : Est-ce que la digitalisation est un changement de business model ?

**Olivier Millet, Eurazeo PME** : La question est à quel étage ? Nos entreprises ou à notre étage ?

**Mathieu Wallich-Petit, KPMG** : C'était plus une remarque à l'étage private equity. Là je reviens sur le monde de l'entreprise. La digitalisation nous touche aussi fortement en tant que cabinet. La digitalisation implique selon

moi un changement de business model. Par ailleurs, il y a une autre vague dans notre métier avec le big data et le data analytics comme outils de décision. Les entreprises, y compris les grandes, poussent fortement pour se doter de ces outils. C'est valable pour n'importe quelle entreprise dans le monde.

**Olivier Millet, Eurazeo PME** : On peut imaginer apporter de l'intelligence artificielle sur un certain nombre de choses. Mais on ne digitalise pas la relation humaine avec un patron. Parler à l'oreille, coacher le patron, ne se fait pas à distance ou avec une voix de synthèse.

**Mathieu Wallich-Petit, KPMG** : Je suis redescendu au niveau de l'entreprise. Dans notre métier nous voyons cette vague qui entraîne ce changement de modèle. Le Big Data et le Data Analytics sont hyper transformants. On ne le voit pas assez dans les ETI aujourd'hui, mais cela commence à se développer dans les grands groupes. Tout le monde dit faire du Big Data et du Data Analytics, même si cela reste encore assez limité. En tout cas, il y a

une vraie tendance.

**Tristan Parisot, European Capital** : J'ai le même sentiment. Les fonds d'investissement peuvent apporter beaucoup de valeur ajoutée en terme de conception et d'exécution de stratégie. Sur le digital, jusqu'à présent, j'ai moins vu d'exemples de valeur ajoutée mais les fonds d'investissement vont rapidement rattraper leur retard.

**Mathieu Wallich-Petit, KPMG** : Les fonds devraient être plutôt moteurs et aussi apporter du Benchmark par rapport à leurs sociétés en portefeuille.

**Olivier Millet, Eurazeo PME** : On verra les survivants dans 10 ans. Les fonds survivants dans 10 ans, on arrêtera de te raconter des romans sur l'ESG, ça sera juste un autre débat, comme le reporting. Si vous ne faites pas l'analyse digitale IT et digitale aujourd'hui, vous êtes mort.

**Fabrice Scheer, UBS WM** : Sauf que le processus a commencé il y a deux ans. Et globalement, dans les process, il n'y a plus un seul fonds d'investissement acheteur d'un processus qui ne challenge pas ou qui ne se met pas à challenger le management sur le digital. Le phénomène d'Uber a fait exploser la tendance. On n'est pas encore au stade de l'audit opérationnel, on reste au stade du challenge, mais ça va arriver assez vite au même titre que les fonds diligents désormais des audits stratégiques très poussés même sur des petites entreprises. Il n'y a pas un investisseur qui ne se pose pas la question du risque d'éviction rapide d'une participation restée dans un modèle traditionnel du fait de la digitalisation de son métier. Ils demandent au management d'avoir une vision stratégique sur ces sujets et ils vont s'impliquer inévitablement parce que c'est juste le truc qui peut tuer une boîte ou au contraire démultiplier sa taille. Il y a clairement



### Pierre Bordeaux-Montrieux

- Pierre Bordeaux-Montrieux est Membre du Comité Exécutif du Groupe Siparex et Directeur Associé de l'activité Midmarket. Après Sorema (Londres), PricewaterhouseCoopers puis Dome Close Brothers Corporate Finance, il a rejoint Siparex en 1998. Dans le cadre de ses responsabilités opérationnelles au sein du pôle Midmarket du Groupe Siparex, il a notamment mené des opérations au capital de Flash Europe, Malherbe, Lorina, Havas Voyage et Lacroix Emballages.
- Pierre a par ailleurs la responsabilité de grande région Nord Est depuis l'ouverture du bureau de Strasbourg en 2009.
- Créé il y a plus de trente ans, Siparex est présent sur tout le territoire français, et intervient aussi bien en capital risque, capital développement et Capital transmission. L'équipe a reçu de nombreuses récompenses par la profession (Fonds de l'année décerné par des LPs) et les médias (champion de l'accompagnement des ETI surperformantes en 2015, Fonds le plus actif depuis )

une montée sur la valorisation mais sur des entreprises qui sont passées au stade du concret et non pas celles qui sont restées au stade de : "je vais le faire". Les entreprises dans lesquelles tu as un management et une gouvernance qui ont mis en place une stratégie digitale et qui sont équipées bénéficient clairement d'une prime de valorisation. Il faut que les patrons changent culturellement et se disent : "j'y vais, j'investis". Ça a clairement de l'impact sur la valeur.

**Martin Naquet Radiguet, PwC :** Olivier disait au début de la conversation qu'on demande au management d'endosser un costume de Superman, ça c'est un autre accessoire du costume. Il faut que le management soit capable de mener la transformation digitale. Pour beaucoup d'entreprises, c'est une révolution. Il faut que le management ait la capacité de

“ Je crois qu'il ne faut pas avoir peur de communiquer sur notre métier. Nous avons une éthique, un rôle économique à jouer, nous contribuons à créer des emplois dans nos participations ”

Pierre Bordeaux-Montrieux

vision et d'impulsion. Et c'est là où les fonds doivent aussi être des initiateurs, des accompagnateurs, des accélérateurs de cette transformation pour les PME et les ETI françaises pour ne pas rater le train.

**Olivier Millet, Eurazeo PME :** C'est une différence fondamentale. Une firme de private equity ne finance pas une entreprise. Notre métier, ce n'est pas le financement. Une banque fait du financement. Un marché financier coté fait du financement. Et un acteur de l'asset management fait du financement. Cela fait 30 ans qu'on nous résume à cela. Puis, à cause de certains excès, nous sommes associés dans l'esprit des gens à des fonds vautours et assimilés à un ensemble d'acteurs tels que les fonds de pension américains, les hedge funds...

On est certes un intermédiaire financier, donc une fois qu'on a levé des



capitaux, il y a un acte d'engagement financier. Mais notre métier, c'est la transformation des entreprises. C'est le métier d'actionnaire.

**Tristan Parisot, European Capital :** Avec le prochain président de l'Afic, dont on dit qu'il est très brillant, j'espère que nous arriverons à clarifier et à améliorer l'image du capital investissement, notamment auprès des entrepreneurs.

**Olivier Millet, Eurazeo PME :** C'est super difficile à résumer parce qu'il y a une richesse incroyable, il y a un impact considérable. Nous en sommes convaincus entre nous. Mais c'est encore difficile de convaincre à l'extérieur.

**Fabrice Scheer, UBS WM :** Il y a un vrai écart entre la perception du public et du politique et ce qui se passe vraiment dans les participations des fonds d'investissement. Je ne connais pas beaucoup d'entreprises soutenues par des fonds qui ne soient pas dans un climat social sain et dans une bonne dynamique humaine.

**Olivier Millet, Eurazeo PME :** Comme indicateur, les votes des comités d'entreprise (CE) à l'occasion des changements de contrôle impliquant



une firme de capital investissement sont dans 97 % des cas favorables. C'est un indicateur un peu lointain de l'avenue de l'Opéra où nous sommes ce matin, mais socialement, il veut dire quelque chose.

**Mathieu Antonini, ARDIAN :** Effectivement ce qui est très intéressant de noter est que les comités d'entreprise de sociétés familiales qui ont vécu avec des financiers sont en général très satisfaits d'avoir un actionnaire de type fonds d'investissement car il donne souvent des moyens pour que la société se développe et assure ainsi sa pérennité.

**Tristan Parisot, European Capital :** Nous avons encore un gros déficit d'image. Nous devons être vus comme des transformateurs d'entreprise ou des acteurs de la consolidation et non pas comme des financiers.

**Fabrice Scheer, UBS WM :** Il y a deux éléments favorables qui doivent faire changer ce regard porté sur le private equity. Le premier c'est que le private equity est un des premiers phénomènes à drainer les capitaux de l'étranger pour les investir en France. Le CAC 40 a fait l'inverse. Ce

que fait concrètement le private equity, c'est d'amener des capitaux étrangers vers les PME et ETI françaises. C'est le premier élément et le deuxième, c'est ce que tu dis : aider ces entreprises à se transformer, à faire des acquisitions, à consolider leurs positions y compris à l'international...

**Stéphane Hutten, Hogan Lovells :** Il y a encore un important travail de pédagogie pour améliorer l'image du private equity. Sur des deals primaires, lorsque nous sommes consultés très en amont de la transaction, nous sommes parfois frappés de voir que certains fondateurs ont une relative méfiance à l'égard de l'entrée d'un fonds et ne voient pas toujours la possibilité d'un LBO secondaire puis tertiaire qui aboutira en réalité à donner un rôle croissant au management ou aux fondateurs. Mais cela progresse.

**Pierre Bordeaux-Montrieux, Siparex :** Franchement les dirigeants d'entreprise comprennent beaucoup mieux aujourd'hui ce que peut leur apporter le Private Equity. Quand on voit le parcours de croissance qu'ont pu faire des entreprises comme Marietton en acquérant Havas Voyages, ou Malherbes qui a procédé à de nombreuses croissances externes, cela montre bien que le tandem investisseur-dirigeant fonctionne.

**Olivier Millet, Eurazeo PME :** C'est la responsabilité des maisons de capital investissement et une seule posture doit primer : la transparence et la communication externe. On n'a pas d'autre choix que d'aller vers plus de pédagogie, d'explication.

**Jérôme Patenotte, Gowling WLG :** En même temps, je pense que vous êtes instrumentalisés par des politiques un peu démagogues en campagne. J'ai fait un grand nombre de séances collectives de réponses à des questions soit de managers en primaire, mais aussi de salariés quand il y a de l'intéressement du sol au plafond en secondaire ; Et



Stéphane Hutten

- Stéphane Hutten est associé au sein du département Corporate du bureau parisien d'Hogan Lovells
- Il est spécialisé en fusions et acquisitions sur des sociétés cotées et non cotées ainsi qu'en opérations de Private Equity.
- Figure parmi les "40 under 40" Rising Stars sélectionnés par Financial News (2015) et les "50 valeurs montantes du barreau des affaires" choisies par le Magazine des Affaires (2013)
- Il est intervenu sur environ 18 transactions en 2015, aux côtés de divers fonds notamment de Cathay, IDI, Pechel, Edrip ou aux côtés de fondateurs/managers, sur les opérations suivantes: Newen, Coifidis, Neones, Edenred/ProwebCE, Dubbing Brothers, Coriolis, ACA, Algo, Alesa (Groupe Réel), Pacifa, TDF, Penel & Flippo, Isla Délices, ainsi que plusieurs opérations industrielles.

là, on se confronte aux questions que les employés se posent et on s'aperçoit qu'ils véhiculent effectivement des messages qui sont ceux qu'on entend des candidats politiques en campagne électorale ou des journalistes de presse généraliste qui survolent le sujet et colportent des poncifs.

**Olivier Millet, Eurazeo PME** : Il faut aller au contact. Nous avons acheté récemment une entreprise et j'ai rencontré le CE. Ils n'avaient pas vu un actionnaire depuis six ans. La CGT m'a remercié d'être passé leur dire « bonjour » et d'avoir expliqué le projet. Je leur ai simplement expliqué qu'on n'allait pas couper dans les dépenses, mais bien au contraire, qu'on allait réinvestir pour doubler la taille de l'entreprise.

**Pierre Bordeaux-Montrieux, Siparex** : Je crois qu'il ne faut pas avoir peur de communiquer sur notre métier. Nous avons une éthique, un

rôle économique à jouer, nous contribuons à créer des emplois dans nos

“ **Ce qui nous fait vraiment plaisir, c'est de voir que même des petites PME regardent en dehors des frontières pour faire du build up au Danemark, au Portugal ou en dehors d'Europe** ”

Stéphane Hutten

participations.

**XL : Qu'est-ce qui vous inquiète le plus ? La baisse des taux d'intérêt, la hausse des intérêts ou la perspective d'un Brexit ?**

**Arnaud Fromion, Shearman & Sterling** : Le Brexit pourrait constituer une bonne nouvelle si, comme certains le suggèrent, de nombreuses sociétés, banques et fonds de private equity quitteront Londres pour s'installer à Paris ou à Francfort. Si c'est à Paris tant mieux, c'est magnifique. Je vais être content de revoir tous ces confrères, copains ou financiers partis il y a quelques années s'installer à Londres pour des raisons climatiques ! Ça va être sympa de revoir des potes. C'est sans doute une bonne nouvelle et en même temps, cela pourrait créer quelques complications... Et je ne parle pas uniquement du private equity.



**Xavier Leloup, MdA** : Quel est le meilleur TRI réalisé au cours des cinq dernières années ?

**O.B.** : Est-ce que vous avez souveraineté d'un dossier qui a été particulièrement performant ?

**Mathieu Antonini, ARDIAN** : En Allemagne HSE24 a fait 10 fois sa mise en trois ans et demi. Mais notre stratégie d'investissement ce n'est pas de faire des gros TRI car nous prenons des risques mesurés. En moyenne on fait entre 2,1x et 2,7x la mise et nous perdons très rarement de l'argent

**Xavier Leloup** : Entre l'ESG et la révolution digitale, quel est le critère qui a le plus d'impact concret sur vos décisions d'investissement ?

**Olivier Millet, Eurazeo PME** : Le digital. Le risque de rater une marche de transformation digitale peut impacter violemment le chiffre d'affaires, la rentabilité.

**Martin Naquet Radiguet, PwC** : Chez PwC, nous avons des équipes spécialisées qui sont capables d'apprécier le niveau de maturité digitale de la société qu'on analyse. C'est essentiel



car on peut être sur des retards potentiellement irrémédiables. Il y a toujours des primes aux first movers et si on a raté le train, il ne repassera pas. Le diagnostic digital, c'est très important. Il faut avoir les moyens de le faire en due diligence et ça, ce n'est pas évident car cela ne peut pas se faire simplement au travers d'une data room. Il faut pouvoir interagir avec le management. Cela va bien au-delà de la due diligence IT classique, que nous savons faire aussi bien sûr. Le digital fait partie aujourd'hui des sujets qu'on nous demande de traiter. Et si on ne nous le demande pas, nous le suggérons parce que c'est juste indispensable.

**Mathieu Antonini, ARDIAN** : C'est cohérent avec le temps long dans lequel on est engagé.

**Mathieu Wallich-Petit, KPMG** : Chez KPMG, nous avons une offre ESG (Environmental, Social and Governance) avec l'implication d'une vingtaine de personnes en France. Sur le digital, en revanche, nous disposons d'une équipe très importante. Au-delà, au niveau mondial, nous avons créé un fonds, KPMG Capital, qui investit dans des start-up et des pépites pour aller capturer de l'intelligence et de l'agi-



lité dans nos offres de services. C'est fondamental pour nous, pour notre transformation et aussi parce que nous voyons des phénomènes de transformation critique et une vraie vague chez nos clients. Il faut prendre cette vague au bon moment.

**Xavier Leloup, MdA** : Dernière question. Quel est le chef d'entreprise qui vous a le plus impressionné et pourquoi ?

**Mathieu Wallich-Petit, KPMG** : La transition managériale au sein du groupe Ceva est sans doute un bon exemple. Ceva est pour moi une très belle entreprise avec une très belle croissance. Je travaille beaucoup dans l'industrie pharmaceutique et en particulier dans le secteur de la santé animale. Je pense que cette activité se classe dans le top 5 des business les plus attractifs au monde.

**Martin Naquet Radiguet, PwC** : Effectivement c'est un exemple de transition réussie. Il y a deux autres personnes qui me viennent spontanément à l'esprit. Il y a un cas de transition entre un manager fondateur visionnaire et un manager qui a réussi à passer, à faire franchir une nouvelle étape au groupe,



### Arnaud Fromion

- Associé de Shearman & Sterling, Arnaud anime l'activité financement d'acquisitions au sein de la pratique Finance du bureau de Paris et intervient également sur des financements corporate et télécoms.
- Son équipe conseille tant les prêteurs seniors que subordonnés, les sponsors ou les emprunteurs corporate sur les opérations de financement d'acquisition à effet de levier ou stratégiques, de refinancement et de financement "cross-over". Capable d'opérer aussi bien sur le large cap que le mid cap, elle est intervenue sur le financement de plusieurs des opérations marquantes de l'année 2015 telles qu'Orange Suisse, Monaco Telecom, CMA-CGM, Balt et Melita.
- Egalement très active sur le marché de la dette privée et des financements obligataires, l'équipe s'est illustrée sur la plupart des financements de ce type au cours des derniers mois, qu'il s'agisse de financements "unitranche" français (Cenexi), d'émissions obligataires internationales (WFCL, Delsey, Cooper) ou encore des opérations mixtes impliquant un financement "bancaire" et "private debt" (Metrologic).



syndiquée. C'est vrai que les fonds mettent plus de fonds propres sur le mid-cap où les leviers ne montent pas aussi hauts qu'avant. On a un niveau d'equity généralement situé en dessous des 40 %. L'autre évolution que je trouve flagrante, c'est que de plus en plus de contrats de financement s'équipent pour faire face à du buy and build. Ce n'est pas tout à fait nouveau mais les instruments ont évolué, tout converge. Aujourd'hui on voit des unirate qui se construisent comme du long committed, on n'est pas prêt à payer tout de suite des fees d'arrangement, la moitié maintenant, la moitié plus tard, mais on veut quand même une documentation déjà prête, pour pouvoir dégainer très vite et aller faire un build-up si nécessaire. Et puis on a la fameuse incremental facility, qui était une hérésie sur le marché français il y a quelques années alors qu'il n'y a pas un contrat mid-cap où on n'a pas une ligne non « committée » aujourd'hui. Elle est là, elle est documentée, elle est sécurisée. C'est simple. Il suffit d'aller voir les banques. L'autre aspect important, moi je fais toujours beaucoup de private debt que ce soit en unirate ou en complément bancaire, il y a deux unirates et ça se voit dans les documentations. Il y a l'unirate concurrent du financement bancaire où vous avez

encore des spécificités, vous êtes plus souples sur le mid en termes de covenant. Vous êtes peut-être plus partenarial, mais ça reste du partenarial, ça reste du take and hold, et puis il y a le private debt de complément de l'offre bancaire où on a une tranche A, une tranche B. La tranche fait 5 % d'équitable, la tranche B fait le reste et elle va être placée auprès de fonds de dette privée qui ne sont pas nécessairement des unitrancheurs, pas nécessairement des gens qui arrangent, mais alors il y a une pléthore de fonds de dette privée anglo-saxons.

**Fabrice Scheer, UBS WM :** Pardon, mais pas que des fonds anglo-saxons. Depuis début 2015 il y a une arrivée de produits nouveaux tels que les obligations sèches proposées à des PME et ETI françaises dans des conditions particulièrement attractives : de l'ordre de 4,5% de marge. Aujourd'hui les entreprises générant 10 millions d'EBITDA y ont accès. Cela va donner un levier phénoménal pour les ETI dans leur objectif de changement de dimension.

**Arnaud Fromion, Shearman & Sterling :** Cela arrive sur le financement du LBO parce qu'il y a un relais naturel entre ces gens de fonds de dette, qui sont bien souvent des anciens

c'est chez Sebia où le passage de Guy Barouh à Benoît Adelus, tout en gardant la culture très particulière qui existe au sein de ce groupe. C'est une parfaite illustration de réussite pour des sociétés qui ont fait plusieurs tours de LBO et qui continuent à connaître des très fortes croissances. Il y a un autre exemple qui est beaucoup plus récent et qui montre que même dans des secteurs qui ne sont pas très high-tech, on peut avoir des groupes qui connaissent des développements exponentiels, c'est Grand Frais. Ce que Denis Dumont a fait de ce groupe de distribution en quelques années, c'est absolument incroyable.

**Olivier Millet, Eurazeo PME :** Elon Musk, le patron de Tesla. Une personne qui arrive sur une demi-génération à transformer le modèle de l'industrie

automobile, c'est peut-être encore plus fort que Steve Jobs.

“ De plus en plus de contrats de financement s'équipent pour faire face à du Buy and Build ”

Arnaud Fromion

**Tristan Parisot, European Capital :** La conclusion c'est que nous appor-

tons des capitaux et de la valeur ajoutée mais que les premiers créateurs de valeur sont et doivent être les dirigeants des entreprises.

**Xavier Leloup, M&A :** Arnaud Fromion, pourriez-vous faire un point sur l'évolution des conditions de financement depuis le 1er janvier ?

**Arnaud Fromion, Shearman & Sterling :** Je vais essayer. Pour moi, il y a toujours deux marchés qui sont guidés par, d'un côté, la dette syndiquée, et de l'autre, la dette amortissable. L'unirate est un exemple type du take and hold, quelle que soit la taille. Le LBO Français mid-cap est avant tout constitué de banques françaises qui ont vocation à garder les tickets ou à syndiquer à long terme. Et puis vous avez le reste, à savoir ce qu'on appelle la dette

banquiers ou des anciens du private equity ayant gardé des connexions et, donc rapidement le lien se fait. Telle banque doit arranger tel financement, elle cherche quelqu'un pour faire sa tranche C, elle va voir un ancien banquier, un ancien du private equity. Ces gens se connaissent, c'est un petit monde. Donc le lien se fait assez naturellement aussi avec les sponsors.

**Olivier Millet, Eurazeo PME :** Attention à ne pas faire que du financement court-termiste, sur la base d'un deal. Est-ce qu'il y a suffisamment de profondeur dans le tour de table de financement pour continuer l'aventure ? Je préfère payer un peu plus cher un financement en bénéficiant d'une réserve que simplement optimiser un financement. Mais tout dépend du projet d'entreprise. Si c'est "je veux de la croissance, de la réserve de financement, et du réinvestissement", je peux préférer les fonds de private debt. ■