

**4 Mars
2021**



Chez Lamartine Conseil, 143 Boulevard Haussmann, 75008 Paris

LES RENCONTRES D'EXPERTS

LBO Smid-Cap



LBO : Smid is beautiful

Résilience et opportunités : telle est la leçon à tirer de l'année 2020. Jouant un rôle d'auditeur grandeur nature, la crise a séparé le bon grain de l'ivraie et fait exploser les valorisations, notamment dans les secteurs de la tech et de la santé, qui ont porté l'activité du LBO. Elle a aussi entraîné une accélération des tendances de fonds, telles que la digitalisation des entreprises ou la prise en compte des critères RSE et ESG au sein du Private Equity. Autant de sujets que neufs spécialistes du Smid-cap ont débattu lors de notre table ronde.

Magazine des Affaires : Bonjour à tous et heureux de vous retrouver. Je vous propose de commencer cette table ronde par un peu de perspective sur les tendances fortes du moment. Philippe, quelle analyse avez vous chez PwC, à la fois sur l'année écoulée et pour 2021 ?

Philippe Serzec, PwC TS : Ce que je vais dire n'est probablement pas une surprise pour les acteurs autour de la table. Ce que nous avons observé, c'est qu'en mars dernier il y a eu une baisse brutale de l'activité pour un peu tout le monde, la place dans son ensemble était un peu blafarde. Le temps de s'adapter, les fenêtres de tir d'avril et mai ont été perdues, mais sans que cela soit une crise totale puisque malgré l'incertitude et le brouillard ambiant, il y avait la conviction que certains fondamentaux restaient bons et l'espoir que les capitaux habituellement liés à cette période pourraient être transférés sur la seconde partie de l'année, à partir du mois de septembre. La réalité, c'est que la reprise a été beaucoup plus rapide que prévu. C'est assez difficile d'expliquer pourquoi. Il y a probablement un effet de déstockage de tout ce qui avait été engrangé durant la période pré-août et avait dû être reporté, mais ce n'est pas le seul facteur. Les banques d'affaires sont très actives depuis plusieurs mois et le pipeline est impressionnant en ce moment.

Olivier Renault, Lamartine Conseil : Nous avons vu les mêmes tendances. Il y a eu deux-trois mois de sidération dans le monde du Private Equity, comme partout ailleurs à l'occasion du premier confinement, puis la nature économique a assez vite repris ses droits - ce qui est tout aussi incroyable. Certains secteurs mis en lumière par la crise ont fait couler beaucoup d'encre, bien entendu, mais dans l'ensemble la vitesse de réaction de l'environnement économique est impressionnante. Ainsi, on voit davantage d'intelligence dans les montages, parfois même quelques opérations de capital investissement dans des zones "vierges" jusqu'à présent (le secteur associatif par exemple). Mais toutes opérations confondues, la baisse n'a pas été si profonde en volume bien qu'il ne s'agisse pas de la même nature d'opérations. Ainsi, il y a beaucoup plus d'opérations primaires en 2020 qu'en 2019, par exemple, et bien entendu, davantage d'opérations de capital de développement que d'opérations à effet de levier stricto sensu. Le rebond que nous avons connu en fin d'année était lié à la fois par un effet "déstockage" mais aussi par un certain besoin pour les LPs de faire "travailler" leur investissement, je pense. Ce sont des acteurs qui ne peuvent pas se permettre de rester inertes pendant des mois. A noter tout de même un petit effet d'optique du marché sur l'activité en cours, car la

concurrence est rude : dans l'ensemble, il y a moins de dossiers de qualité, et beaucoup plus de candidats et de conseils sur les opérations de quelques secteurs, ce qui donne l'impression d'un fourmillement. Pour notre part, nous avons la chance d'être très présents sur le médical au sens large, l'IT, l'enseignement privé, ainsi que les services associés au BTP, secteurs à l'activité soutenue.

Philippe Serzec : C'est la poule et l'œuf. D'un côté vous avez moins de deals pour une "dry powder" élevée, ce qui a fait monter en flèche les valorisations, quelque chose que nous avons je pense tous constaté, mais du coup cela "bancabilise" un certain nombre de deals « Covid-proof » parce que d'un coup un bon deal devient un très bon deal pour le vendeur, ce qui à son tour alimente le marché.

Fabrice Huglin, Aca Nexia : Pour rebondir sur le secteur de la santé, c'est vrai que la dynamique est particulière. J'ai une opération en cours où les fonds précédents avaient provisionné la ligne, mais avec les événements de 2020 ce n'est plus le cas et les vendeurs vont même faire une plus-value. Et c'est le cas pour l'ensemble du secteur, qui attise beaucoup les fonds d'investissements du fait de son aspect « covid-proof ».

Philippe Serzec : C'est aussi qu'on a

Philippe Serzec

► Associé au sein du département Transaction Services de PwC France qu'il a rejoint en 2020 pour y créer la practice Private&Family, après plus de 25 ans d'expérience à Paris mais aussi à Caen, au Mali et à Singapour. Private&Family est une équipe de 15 professionnels intervenant pour le compte de PME et ETI patrimoniales et familiales et de fonds de Capital Développement et LBO Small Cap à Paris et en Régions.

► Philippe a la responsabilité du Private Equity small ticket pour la France et du développement des activités Deals en Régions. Au cours des 20 dernières années, il a mené près de 400 projets de due diligence pour des investisseurs financiers ou industriels, côté acquisition ou cession (VDD et Vendor Assistance). Ses clients incluent un large portefeuille de fonds d'investissement majoritaires ou minoritaires, ainsi qu'un grand nombre de PME, ETI et groupe coopératifs lors d'opération primaires ou de build-up. Philippe est diplômé d'Audencia Nantes (1992) et expert-comptable (2007).



eu un « crash test » grandeur nature qui a montré la résilience des entreprises de certains secteurs au-delà d'un tableau excel. La crise a joué un rôle d'auditeur, et tout ce qui est aujourd'hui considéré comme covid-proof fait l'objet d'une surprime sur le marché. Les banquiers d'affaires ne négligent pas cet aspect lorsqu'ils présentent les dossiers.

Guillaume Capelle, Adviso Partners : C'est un peu normal. Les dossiers covid-touchés se font très discrets sur le marché parce qu'il n'y avait aucun intérêt à les sortir en 2020, ni même aujourd'hui d'ailleurs. Ils reviendront sur le marché plus tard. D'où cette appréciation de la valeur des actifs qui sont en vente via un effet de polarisation inconnu jusqu'ici.

Fabrice Huglin : Cela pose tout de même la question de la pérennité de cette augmentation de la valeur une fois que le marché reprendra une forme un peu plus classique, avec des entreprises sur lesquelles les multiples sont moins élevés.

Jacques-Henri Hacquin, NG Finance : Un autre secteur qui fait preuve de résilience, c'est celui de l'éducation. Mais pour revenir à l'état du marché, on commence à voir aujourd'hui des secteurs qui

“La réalité, c'est que la reprise a été beaucoup plus rapide que prévu. Il y a probablement un effet de déstockage de tout ce qui avait été engrangé durant la période pré-août, mais ce n'est pas le seul facteur.”

Philippe Serzec

reviennent sur le marché comme de l'agro-alimentaire.

Guillaume Capelle : Les actifs présents sur des secteurs qui autrefois étaient boudés par manque de dynamisme

ou d'innovation vont probablement devenir des valeurs offrant plus de garanties pour l'avenir et avec des multiples transactionnels plus sages. Adviso Entrepreneur fait également le pari que les projets primaires du segment small cap seront dans les 12-18 mois un relais de croissance pour des équipes d'investisseurs qui cherchent des relais de création de valeur activables à court et moyen terme.

Olivier Renault : Les fondamentaux sont en train de se déconfiner, en quelque sorte.

Jacques-Henri Hacquin : Exactement, mais un aspect intéressant de ce retour est qu'ils doivent désormais prouver qu'ils sont devenus « covid-proof » par leurs modèles économiques ou des changements structurels de leur business. C'est un critère qui est persistant, et cela se fait du coup beaucoup par la digitalisation. Nous savons que c'était déjà une tendance forte, mais cela s'est encore accéléré



Olivier Renault

- Olivier Renault est associé gérant de Lamartine Conseil, et diplômé en droit des affaires et fiscalité de l'Université de Paris I. Spécialisé sur le Small-Cap, il est intervenu à titre personnel sur quelques centaines de LBO/OBO/MBI depuis le début de sa carrière. Entrepreneur dans l'âme, il a une connaissance pointue des pratiques du capital investissement, ainsi que des problématiques des dirigeants des entreprises, qu'il accompagne à toutes les étapes de leur vie (LBO, Build-Up, refinancement...)
- Lamartine Conseil est présent en France au travers de ses bureaux de Paris, Lyon, Aix-Marseille et Bordeaux. Conseil régulier de fonds d'investissement de premier plan comme Naxicap Partners, Initiative & Finance, Turenne, Capital Export, MBO&CO ou encore iXO Private Equity, Lamartine Conseil a notamment conseillé en 2020 les opérations suivantes : Polyplus Transfection, Jott, CD Sud, Cofigeo, Marcel et Fils, SYST'AM, Exsto, Piriou...

dans certains secteurs comme l'éducation.

MdA : C'est vrai que le secteur a vu de belles opérations en 2020, avec des valorisations importantes. Andera a également fait une cession tout récemment dans le domaine ?

François-Xavier Mauron, Andera Partners : j'imagine que vous faites allusion à la cession du groupe Skill & You au début du mois de février pour plus de 15 fois l'Ebitda. Je suis en accord avec tout ce qui a été dit jusqu'ici, j'ajouterais un seul point : nous sommes dans un marché avec de plus en plus d'opérations secondaires voire tertiaires, et de moins en moins primaire comme il avait pu l'être. C'est déjà le cas dans le mid cap, et c'est en train d'arriver dans le small cap. Quand on prend ce cocktail d'abondance de liquidités, d'effets de levier maintenus et d'une tendance au fly to quality qui n'est jamais qu'une appétence pour le risque qui a décrié, il est normal que les investisseurs se tournent vers les secteurs les plus résilients et vers les

actifs qui ont déjà fait l'objet d'une opération financière. C'est ce que nous avons vécu sur Skill & You.

“On voit davantage d'intelligence dans les montages, parfois même quelques opérations de capital investissement dans des zones “vierges” jusqu'à présent (le secteur associatif par exemple). Mais toutes opérations confondues, la baisse n'a pas été si profonde en volume.”

Olivier Renault

C'est une opération emblématique car il y a un historique de restructuring, et malgré le redressement déjà avéré en 2018, cet historique avait été un marqueur du process de l'époque. Cette fois, ce thème n'a pas du tout

perturbé les échanges : le fait que l'opération ait renoué avec un cycle de forte croissance dans le cadre d'une opération de levier offre une certaine sérénité dans l'investissement et l'avenir de l'entreprise, cela explique aussi l'augmentation du multiple d'EBITDA. Et tout cela, on le retrouve dans les statistiques du dealflow actuel : l'aspect sectoriel ressort bien évidemment, avec je crois plus des deux-tiers des opérations dans quelques secteurs très ciblés, mais une statistique que l'on voit moins est cette prépondérance des opérations secondaires et tertiaires.

Pierre Decré, Parquest : Je suis complètement d'accord sur cette question des secteurs. Mais il faut faire une différence au sein des secteurs sur lesquels tout le monde se focalise en ce moment. Pour certains d'entre eux, cela faisait déjà un moment qu'il était intéressant d'y investir du fait de la récurrence et de la croissance. Là, les prix explosent parce que tout le monde se met dessus car ces caractéristiques se révèlent encore plus

Guillaume Capelle

- Guillaume Capelle bénéficie de près de 20 ans d'expérience dans le conseil en Fusions et Acquisitions et a réalisé plus de 50 opérations pour le compte de dirigeants-actionnaires de PME-ETI, de fonds de private equity et de corporates. Il a débuté sa vie professionnelle chez KPMG puis chez Sodica CF, filiale M&A du Groupe Crédit Agricole. En 2010, il développe le bureau Sodica CF à Lille et réalise de nombreuses opérations dans les métiers de la santé, du service aux entreprises et de la distribution. En 2015, il rejoint Adviso Partners en tant que Directeur Associé puis Associé en 2016.
- En 2018, il développe ADVISO Entrepreneur, département d'Adviso partners consacré aux opérations SmallCap (VE 10-30 M€) puis il contribue au lancement d'Adviso Growth, un département d'Adviso Partners dédié à l'accompagnement des entreprises en fort développement dans les domaines de la santé et des technologies. (Chevalier Diag, Agro-Service 2000, Nous Epicerie Anti-Gaspi, Laboratoire des Cèdres, CHR Numérique...).



pertinentes. Mais je trouve qu'il y a parfois un manque de discernement parce que dans certains cas il y avait de bons fondamentaux de résilience, mais moins d'avenir. J'appelle ces opérations des deals de rente, c'est-à-dire des actifs solides, qui ont résisté à la crise mais qui pour autant n'ont pas de perspective de croissance. Et là aussi les prix d'acquisition explosent ce qui pourrait amener à des lendemains qui déchantent.

Olivier Renault : Oui, on voit une prime incroyable, un management package vertical qui monte parfois jusqu'à la moitié du prix... C'est hallucinant.

Jacques-Henri Hacquin : Selon moi, ce sont les multiples de dette qui m'interrogent beaucoup.; La dernière étude d'Argos montre quand même des multiples de dette qui sont remontés jusqu'à 6 fois l'Ebitda, principalement sur du mid. Et nous savons tous que quand on arrive à ce niveau il faut se poser la question du remboursement de la dette.

Pierre Decré : Ce n'est pas si terrible. Factuellement je suis d'accord, mais les multiples de dette ont augmenté

“Adviso Entrepreneur fait le pari que les projets primaires du segment small cap seront dans les 12-18 mois un relais de croissance pour des équipes d'investisseurs qui cherchent des relais de création de valeur activables à court et moyen terme.”

Guillaume Capelle

beaucoup moins vite que les multiples des deals. On fait régulièrement des simulations poussées sur nos deals, et on observe que les returns deviennent plus insensibles à la question du levier quand on atteint un certain niveau de

multiple d'Ebitda sur le deal au-delà de 12x. Le levier est mis à la marge, ce n'est plus le moteur de TRI sur l'opération. Par ailleurs, quand la dette est complètement in fine, ce n'est plus tellement un risque d'entreprise parce que la ponction cash sur la dette est bien moins élevée à six fois l'Ebitda en un tranche qu'à 4.5x en structure classique dette senior plus mezzanine

Fabrice Huglin : C'est vrai que dans les structurations de deals LBO il y a trois ou quatre ans, on mettait une dette senior dont l'objectif était qu'elle soit amortie sur 6 ou 7 ans. Mais aujourd'hui sur des deals à 19 fois l'Ebitda, comme AD Education par exemple, on met obligatoirement de la dette in fine.

Olivier Renault : Cela sécurise aussi la sortie.

Fabrice Huglin : Oui, mais cela veut aussi dire que dans le refinancement global il faut aussi refinancer le paquet de dette qu'on a mis en place.



Fabrice Huglin

- Fabrice Huglin est associé d'Aca Nexia, en charge du département Transaction Services aux côtés d'Olivier Lelong et d'Hervé Teran. Il intervient pour des PME et ETI, principalement dans le domaine des services, de l'industrie et de la distribution. Il a plus de 20 années d'expérience professionnelle et a conseillé plus d'une trentaine d'opérations en 2020, Aca Nexia ayant participé à plus de 100 opérations en 2020.
- Il développe depuis quelques années une expertise dans le domaine de l'enseignement supérieur privé en qualité de conseil et pour des missions de due diligence et d'audit. A travers plusieurs échanges et séjours auprès de membres étrangers du réseau Nexia, il a acquis une expérience internationale, dont il fait profiter les groupes français qui souhaitent s'implanter à l'international.

Olivier Renault : Mais le vrai sujet reste celui de la place du CAPEX, on est là pour créer de la valeur.

MdA : Olivier Benoist, vous avez suivi de près le Private Equity ces derniers mois.. Quel est votre regard sur la classe d'actifs ? Est elle aussi résiliente que cela ?

Olivier Benoist, MACSF : L'année a fait un peu peur. Nous avons eu beaucoup de fonds appelés et nous avons seulement eu des bonnes nouvelles à partir de novembre et l'arrivée des vaccins, ce qui est assez stressant quand vous n'avez pas de retours pendant un certain temps. Heureusement au final les dossiers se sont avérés particulièrement résilients, avec d'ailleurs peu de différences selon la taille des dossiers, elles étaient plutôt sectorielles.

MdA : L'année dernière, beaucoup d'investisseurs étaient en situation de crise et voyaient leurs entrepreneurs avec beaucoup plus de régularité, parfois tous les jours, pour les aider à travailler sur les PGE et d'autres

sujets, avec aussi un travail de fait sur les portefeuilles au sein des fonds. Quelle forme cela a-t-il pris pour Andera et Parquest ?

“La question de la pérennité de cette augmentation de la valeur se pose une fois que le marché reprendra une forme un peu plus classique, avec des entreprises sur lesquelles les multiples sont moins élevés.”

Fabrice Huglin

Pierre Decré : Même si la situation était totalement différente, l'expérience de la précédente crise économique mondiale de 2008 nous a permis de réagir extrêmement vite. Nous avons tout de même trois entreprises en lien avec des secteurs clients qui s'arrêtaient, et donc il a fallu faire des plans de crise, plans de cash, l'organisation

sanitaire et logistique afin de pouvoir vite réalimenter les entreprises en gel et masques pour pouvoir redémarrer rapidement... Finalement, l'impact n'a pas été trop dur dans le sens où le bâtiment, qui était un des secteurs clients, a finalement repris assez rapidement son activité. Mais derrière il n'y a pas eu de changement ou d'accélération dans les build-ups. C'est très bien de se dire qu'on va pouvoir ramasser des boîtes à la casse, mais non seulement on ne veut pas forcément le faire quand la visibilité reste mauvaise, mais en plus il y a peu de ces opportunités en ce moment sur le marché du fait des aides apportées par l'Etat !

Olivier Renault : En tout cas, pas encore.

Pierre Decré : Oui, et au contraire il faut se demander s'il est intéressant d'acheter aujourd'hui une entreprise qui tient artificiellement plutôt que d'attendre après-demain où il y aura une meilleure visibilité sur l'état des entreprises, notamment après les remboursements des PGE.

Jacques-Henri Hacquin

- Jacques-Henri Hacquin est le co-fondateur et directeur général du cabinet NG Finance, avec plus de 15 années d'expérience professionnelle en Finance d'entreprise et en Évaluation de sociétés cotées et non cotées.
- Au sein de NG Finance, il est en charge des activités en lien avec les Fonds d'investissement et les différents acteurs du monde juridique et fiscal. Ses missions principales sont l'accompagnement des dirigeants et la structuration de plans d'intéressement à destination des dirigeants. Il est chargé de l'établissement des états financiers et des business plans, de la rédaction de memorandum et de la présentation auprès des partenaires financiers lors de la création et du développement de start-up. Il a réalisé des travaux de valorisation dans le cadre de transmissions patrimoniales au sein d'holding familiales.



MdA : Peut-être faut-il retourner la question à un chef d'entreprise. Bertrand, avant de nous dire comment vous avez vécu ces derniers mois, peut-être pouvez-vous présenter ECS ?

Bertrand Schmoll, Euro Cargo Services : Notre activité est la représentation des compagnies aériennes pour la vente du fret. Il faut savoir qu'avant la crise, à peu près 60% du fret aérien se faisait sur des avions passagers qui peuvent transporter jusqu'à 30 tonnes de fret, ce qui est assez significatif. Et puis d'un coup en mars, toutes les compagnies aériennes passagers s'arrêtent, de tous les côtés et dans tous les pays. C'était un petit moment de stress... On a commencé par regarder un peu la trésorerie que nous avions, jusqu'à quand nous pouvions tenir si l'activité ne reprenait pas. Mais comme notre sous-jacent repose sur les échanges internationaux, nous nous sommes vite rendu compte que lorsqu'il y a une demande, il y a toujours un moyen de transporter. On s'est donc vite positionnés sur des segments où la demande était forte,

comme par exemple le fret de matériel médical venant de Chine, dont les masques. Heureusement nous avons aussi des compagnies tout cargos et des charters comme clients, donc l'activité

“Un autre secteur qui fait preuve de résilience, c'est celui de l'éducation. On commence à voir aujourd'hui des secteurs qui reviennent sur le marché comme de l'agro-alimentaire.”

Jacques-Henri Hacquin

ne s'est pas entièrement arrêtée. Nous avons aussi proposé aux compagnies commerciales d'utiliser leurs avions passagers pour le fret. C'était une offre gagnant-gagnant puisque cela leur permettait d'utiliser leurs avions, leurs pilotes, les heures de vol négociées...

MdA : Avez-vous fait un PGE par précaution ?

Bertrand Schmoll : Non. Nous sommes passés en partie par le chômage partiel parce que notre activité était tout de même réduite, mais ce n'était pas catastrophique dans le sens où si les volumes ont baissé de 20%, les tarifs ont eux augmenté de 50% ! Le fret aérien était donc en croissance en valeur en 2020, cela a permis aux compagnies aériennes de générer du revenu additionnel.

Jacques-Henri Hacquin : Et aujourd'hui le mix produit a changé, Êtes-vous toujours sur du matériel médical et des masques ?

Bertrand Schmoll : Cela a évolué avec un peu plus de périssable, mais le médical à toujours beaucoup d'importance et devrait en garder. Les tests salivaires que l'on doit mettre en place, par exemple, vont venir d'Asie. Après c'est une croissance qui est inhabituelle et qui va se réguler à la fin de la crise. L'avantage de l'aérien était qu'il s'agissait du moyen de transport le plus rapide, par exemple, et dans l'urgence cela a profité au secteur. Il faut aussi prendre en compte que nous



Bertrand Schmoll

- Bertrand Schmoll est Président-Directeur Général du Groupe ECS Group qu'il a rejoint y a une vingtaine d'année d'abord en tant que Directeur financier, puis Directeur Général Adjoint pour finalement devenir Président-Directeur Général en 2010.
- Pour mémoire, ECS a été constitué en 1998 à partir des activités des français Globe Air et Aéro Cargo. Soutenu dans sa croissance par des fonds de LBO, le groupe a multiplié les opérations de croissance externe qui ont contribué à une transformation profonde du groupe, qui génère aujourd'hui plus de 1,5 Md€ de volume d'affaires. Avec 1500 employés répartis dans 50 pays, ECS commerciale plus de 1 500 000 tonnes de fret chaque année.

étions dans un marché en surcapacité qui, du jour au lendemain, est passé en sous-capacité. Il fallait bien s'adapter, d'où d'ailleurs cette hausse nette des tarifs. Mais après ce n'est pas la première crise que nous traversons. Si vous vous souvenez du nuage islandais qui avait arrêté l'activité aérienne entre l'Europe et les États-Unis, là aussi nous avons dû nous adapter et trouver des solutions pour répondre à une demande. Il faut juste être inventif.

Philippe Serzec : C'est vrai que les crises nous poussent à l'inventivité et accélèrent les prises de décision. Qu'il s'agisse de digitalisation, de réflexion sur les portefeuilles d'activités...

François-Xavier Mauron : On le voit dans les portefeuilles. Pour faire le parallèle avec 2008-2010, à l'époque nous avons dû gérer deux crises, celle du cash et celle du compte de résultats, alors que dans la crise actuelle les entreprises ont pu résoudre, via le PGE notamment, leurs besoins de trésorerie et les investisseurs financiers professionnels ont été très aidants sur l'obtention de ces financements ! Une fois cette crise de liquidité résolue, en

tout cassi on met de côté les controverses qu'elle amène dans la création d'une bulle de dette, le fait de mettre de côté le poids de la gestion du cash a permis aux entrepreneurs de prendre du temps pour se concentrer sur la

“Si les volumes ont baissé de 20%, les tarifs ont eux augmenté de 50% ! Le fret aérien était en croissance en valeur en 2020, cela a permis aux compagnies aériennes de générer du revenu additionnel.”

Bertrand Schmoll

transformation de leurs entreprises, qui était un sujet primordial pour l'avenir des entreprises et le redressement du compte de résultats.

Bertrand Schmoll : C'est vrai, mais il fallait aussi prendre du temps pour s'adapter au passage au télétravail.

Philippe Serzec : Là aussi on observe

un effet d'accélération, d'ailleurs, puisque c'est à la fois une nécessité et parfois un prétexte à la réduction des coûts - comme ça a été le cas pour beaucoup de choses chez les corporates afin de justifier les restructurations internes.

MdA : C'est un accélérateur de tendances.

Philippe Serzec : Pour les corporates en tout cas.

Olivier Renault : C'est moins le cas dans les sociétés sous LBO, oui.

Fabrice Huglin : Mais c'est vrai que dans l'ensemble, pour la sortie de crise, les dirigeants travaillent sur deux parties un peu antinomiques. D'un côté les entreprises essaient de doper leur chiffre d'affaires en venant sur des marchés adjacents au segment cœur de l'entreprise et en cherchant de nouveaux débouchés, notamment à travers la numérisation. De l'autre côté, les entreprises travaillent leurs coûts, avec par exemple une économie potentielle sur les locaux grâce au télétravail. C'est une vraie

Pierre Decré

- Pierre Decré a plus de 25 ans d'expérience dans le private equity. Il a commencé sa carrière à la Financière Saint Dominique en 1989 qu'il a quitté 8 ans plus tard pour rejoindre SG European Private Equity. Depuis 2002, il est associé de Parquest Capital et a suivi des participations comme Doucet, Sogec Marketing, Polyexpert, Caillau, Erès, Accès Industrie et JVS.
- Discrète, l'équipe de Parquest fait partie des équipes françaises les plus performantes sur le Lower Mid-Cap. Elle cible des sociétés de 20 à 150 M€ de valorisation. Parquest a notamment reçu notamment le prix de firme de Private Equity de l'année en 2017, récompensant le parcours de croissance de Vivalto Santé et Unither (3,8x). En 2020, Parquest a investi dans JVS et cédé Homeperf, Accès Industrie et 5 Santé.



ligne de réflexion en ce moment avec l'adoption plus généralisée d'outils qui étaient déjà présents mais qui n'étaient pas aussi populaires. Si on ajoute à tout cela l'adoption de plus en plus répandue des critères ESG, toutes ces pratiques participent à la réduction de l'empreinte carbone. On voit de nouveaux usages apparaître qui devraient perdurer et impacter les business model et les tarifs pour les usagers.

Bertrand Schmoll : Il y a en effet cette question de savoir si les gens reprendront l'avion ou non demain pour prendre un rendez-vous de quelques heures qui pourrait se faire virtuellement. C'est une question intéressante que nous nous posons également puisque cela va impacter la visibilité de notre business model.

Pierre Decré : En termes de RSE, le passage de la crise a été extrêmement révélateur des cultures d'entreprise et de l'ADN humain. On a vu les différences lorsqu'il a fallu arrêter de travailler et se réorganiser : cela ne s'est pas fait de manière identique dans toutes les entreprises du même secteur.

Il y a des entreprises dans lesquelles la culture n'était pas très bonne et où du coup les salariés refusaient de prendre des risques pour revenir au boulot. Dans le cas inverse, les salariés voulaient continuer à travailler et étaient force

“En termes de RSE, le passage de la crise a été extrêmement révélateur des cultures d'entreprise et de l'ADN humain. On a vu les différences lorsqu'il a fallu arrêter de travailler et se réorganiser.”

Pierre Decré

de proposition pour organiser le travail autrement et continuer à bosser. Cela a fait la différence sur certains segments, surtout lorsque par exemple vos concurrents restent fermés alors que vous, vous continuez à travailler. Non seulement cela fédère encore plus au sein de l'entreprise, mais en plus cela permet de récupérer des parts

de marché colossales parce que les clients peuvent mesurer la fiabilité de l'entreprise en temps de crise et que vos concurrents ont fait faux bond. Je reviens sur ce point parce qu'au vu de ce que vous avez dit, cette capacité à fédérer et créer une culture d'entreprise sera encore plus importante demain.

Olivier Renault : Cela conduit aussi à des améliorations. J'avais un client dans le BTP dont l'activité, qui est la location de zones de vie haut de gamme sur les chantiers, s'est arrêtée pendant deux mois. Et à la reprise il en a vendu deux fois plus parce que ses clients avaient bien prévu leur fonctionnement : ils avaient besoin de deux fois plus d'espace, pour la distanciation sociale, mais aussi de lavabos obligatoires, de wifi... Et donc la norme sur l'ensemble du marché est remontée en qualité. C'est bien, mais c'est aussi un challenge, puisque désormais ses concurrents vont venir sur le créneau qu'il occupait et qui le différenciait.

Guillaume Capelle : Certains changements vont en effet rester sur le long terme. Je n'y croyais pas lors



Olivier Benoist

- Olivier Benoist est depuis 2009 responsable des investissements Equity (actions, Obligations convertibles et non cotés) au sein du groupe MACSF, il était depuis 2001 gérant des investissements Equity au sein de la mutuelle. Il est administrateur de Château Lascombes depuis 2011.
- Fondé en 1935, le Groupe MACSF (Mutuelle d'assurances du corps de santé français) est le Premier assureur des professionnels de santé, depuis plus de 80 ans, au service de toutes les personnes exerçant une profession de santé en France.
- Fin 2020, le groupe MACSF représente plus de 28 milliards d'actifs. Au total, le groupe accompagne une quarantaine d'équipes de Private Equity.

du premier confinement, Alors que l'on pensait ne rien faire et préparer le second semestre, on a passé les mois de mars et d'avril à travailler toute la journée en visio sur des dossiers qui allaient sortir au déconfinement, et puis surtout on a commencé à pitcher et signer des mandats sur Teams ! C'est à ce moment là que je me suis rendu compte que certaines pratiques allaient perdurer et modifier nos modes de travail Conseils et clients y ont trouvé une forme d'équilibre. N'en demeure cependant qu'il a fallu déconfiner pour closer !

Jacques-Henri Hacquin : Pour revenir sur le sujet de la RSE, on a remarqué quelque chose dans nos analyses financières. Depuis quelques mois, on trouve dans la mise en place des critères de management package et des rétrocessions de proceed-cible, des "surkickers" qui sont attachés à des indicateurs RSE, en plus des habituels TRI et multiples. Ce n'est pas partout, mais nous en avons tout de même vu se mettre en place avec une Surcouche de RSE attachés à des indicateurs liés au bilan carbone et autres....

Olivier Renault : Et cela se traduit dans le prix de sortie ?

Jacques-Henri Hacquin : Là c'est plutôt pour inciter les dirigeants à

"Avant c'était 2-3 fois, c'était des bons multiples, et aujourd'hui on peut avoir des multiples de 4, 5 ou 6, choses qui n'étaient pas impossibles auparavant mais beaucoup plus rares."

Olivier Benoist

développer cet aspect RSE dans leur management.

Olivier Renault : Mais il n'y a pas de valeur monétaire.

Jacques-Henri Hacquin : Il y a un incentive financier pour les dirigeants. Avant avril 2020 nous en parlions beaucoup, mais très peu de mise en place concrète. Or depuis novembre

2020, c'est en train de se développer et d'avoir un impact concret à tous les niveaux.

François-Xavier Mauron : Ca peut se placer sur la dette avec un green bond aussi. Sur les carried interests cela se fait également. Nous sommes en train de lancer un fonds infrastructure et nous avons pris le parti de se positionner sur le smart infra et de décider qu'une partie du carried interest serait lié au respect de certains critères RSE, avec une pénalité sur l'équipe d'investissement si ce n'est pas le cas. Cela se traduit directement dans une proposition faite aux investisseurs et aux LPs via l'allocation finale de carried interest. Je ne l'ai pas encore vu sur les management packages, mais ce ne serait pas étonnant que cela se développe.

Jacques-Henri Hacquin : Concrètement dans les management package cela se positionne de cette façon : au delà du rendement financier attendu et rétrocedé à la sortie, il y a d'autres indicateurs RSE qui représentent une couche de 1 à 2% supplémentaires s'ils sont respectés

François Xavier Mauron

- Associé au sein de l'équipe Andera MidCap d'Andera Partners, François-Xavier Mauron dispose d'une expérience de plus de 15 ans en Capital Investissement, initiée chez Activa Capital (2004-2010), puis Edmond de Rothschild Investment Partners qu'il a rejoint en 2010 et devenue Andera Partners en 2018.
- Ces derniers mois, François-Xavier Mauron a participé à plusieurs opérations de capital-investissement dont l'entrée au capital du Groupe Panhard, d'Auxiga ou encore HR Path. Partenaire du changement d'échelle, l'équipe Andera MidCap s'est également illustrée dans la transformation de PME françaises en groupes internationaux devenus des licornes valorisées plus de 1 Md €, telles que Exclusive Networks, Skill & You, Scalian et NetCo.



ou atteints. Par exemple dans un cas il fallait 10 à 20% de croissance du chiffre d'affaires tout en maintenant le bilan carbone au même niveau.

Olivier Renault : C'est un dispositif intermédiaire, donc.

Jacques-Henri Hacquin : Oui, on intègre de l'extra-financier dans le financier.

Olivier Renault : Il faut souhaiter qu'un jour cela se traduise tout de même en monétaire sur le prix de sortie.

François-Xavier Mauron : Cela doit être lié forcément à un plan d'actions qui a été décidé dès la phase de due diligence, en co-construction avec le management.

Jacques-Henri Hacquin : C'est à travailler. On pourrait par exemple revendre à terme des crédits sur des actes financiers.

MdA : Olivier, comment regardez-vous la question de l'ESG ?

Olivier Benoist : Je trouve que le Private Equity est un assez bon élève sur ce sujet, et à vrai dire même plutôt précurseur sur le marché français. Ce n'est pas surprenant car c'est beaucoup

"Quand on se rend compte au quotidien qu'une entreprise, en étant plus responsable et plus innovante sur ces sujets, augmente ses parts de marché et son ROI, qu'elle peut plus partager avec ses salariés, c'est très bénéfique."

François-Xavier Mauron

de travail de terrain pour comprendre les enjeux. La RSE dans les entreprises cotées, c'est bien plus difficile à mettre en place, alors que dans le Private Equity on voit que c'est en passe de devenir systématique selon les acteurs. D'ailleurs c'est le travail du Private Equity qui nous a poussé à passer du

simple reporting RSE à la prise en compte de la progression sur ces sujets.

Olivier Renault : Et ça évolue vite, je trouve.

François-Xavier Mauron : C'est ce que disait Bertrand, quelque part. Si nous ne sommes pas convaincus nous-même et nos investisseurs, que cela crée de la valeur de travailler les enjeux RSE, le cercle vertueux ne se mettra pas en place. Quand on se rend compte au quotidien qu'une entreprise, en étant plus responsable et plus innovante sur ces sujets, augmente ses parts de marché et son ROI, qu'elle peut plus partager avec ses salariés, c'est très bénéfique. Cela impacte la culture d'entreprise, son image... Et la thématique de l'intéressement des salariés est la plus vieille dans le milieu, puisqu'elle est au cœur du montage même des opérations de MBO. Aujourd'hui nous voyons surtout les sujets climatiques et ce sont des sujets clés pour attirer et recruter : sans faire de distinction générationnelle, on le voit au niveau des fonds de PE et dans nos entreprises en portefeuille : pour recruter il faut que vous ayez un



discours et un plan d'actions attractifs sur ces enjeux.

MdA : Même chez les banques d'affaires, d'ailleurs.

Guillaume Capelle : C'est vrai. Chez Adviso Partners par exemple, 1% du chiffre d'affaires est réinvesti dans notre fonds de dotation « Autrement Adviso » pour soutenir des projets associatifs, on le propose aussi à nos clients, et c'est aussi un argument pour le recrutement de talents et une manière de se différencier. Nous aimons à incarner concrètement nos idées et nos valeurs.

MdA : Vous avez aussi une ligne d'Impact M&A.

Guillaume Capelle : Oui, on a développé un savoir-faire Impact M&A pour conseiller des dirigeants entrepreneurs qui sont dans cette démarche. Cela nous oblige à passer plus de temps avec les dirigeants-actionnaires parce qu'il y a généralement de nombreux points à travailler avant d'avoir un discours clair et structuré sur ces sujets nouveaux. On réalise plusieurs projets par an qualifiés d'impact. Ils sont attractifs

pour le marché mais le volume de projets proposé aux investisseurs est encore insuffisant au regard des fonds levés sur cette thématique porteuse d'avenir mais nécessitant une certaine forme de maturation.

Olivier Benoist : C'est la question des best practice, et aujourd'hui je ne pense pas qu'on puisse lever un fonds sans avoir une position claire sur ces sujets.

Olivier Renault : Et puis cela va prendre de l'ampleur une fois que l'on verra clairement l'effet monétaire de ces pratiques.

François-Xavier Mauron : Oui cela va encore se développer parce qu'au final, les critères ESG / RSE sont assez récents, ils sont devenus indispensables depuis seulement deux ou trois ans. Et je pense qu'on verra bien à la sortie cette création de valeur.

Pierre Decré : Avec aussi je pense une décote nette pour les sociétés qui n'auront rien mis en œuvre.

Olivier Renault : Ca se verra dans le creux mais aussi dans les performances, parce qu'aujourd'hui

l'ESG et la RSE créent une adhésion managériale, notamment lorsqu'il y a un statut d'entreprise à mission. J'ai une entreprise client par exemple qui en 2020 a fait de la récupération de matériaux au lieu d'acheter du neuf. Cela lui a permis d'économiser un million d'euros sur l'année, sachant que l'Ebitda est de 4-5 millions d'euros !

Guillaume Capelle : On l'a vu pendant le confinement. Les marchés sur lesquels on pouvait présenter une dimension « recyclage », s'insérer dans l'économie de la seconde main, y compris sur des marchés apparemment moins attractifs ont donné des croissances de chiffre d'affaires impressionnantes avec une belle rentabilité. On commence vraiment à voir ces sujets se traduire dans l'économie pure et dure et générer de la création de valeur qui se traduit dans les multiples payés et la valorisation des actifs.

MdA : Eurazeo PME avait réussi à mesurer l'impact de ces mesures et trouvé une réduction des coûts de 6 à 7 à millions d'euros sur l'ensemble de son portefeuille. Et c'était il y a deux ou trois ans.



Olivier Renault : C'est vrai qu'il y a des effets induits. Les matières premières neuves, par exemple, ont tendance à venir de plus loin. Pardon pour le fret.

Bertrand Schmall : Ce n'est pas très grave car dans un sens nous participons à la réduction de l'empreinte carbone du transport mondial. Notre rôle est d'optimiser le fret sur des avions commerciaux, dont ce n'est pas l'activité principale.

MdA : Comment ont évolué les relations entre LPs et GPs durant ces derniers mois. Il y a eu beaucoup d'appels pour savoir comment cela se passait durant les mois d'avril et de mai, est-ce que depuis les choses se sont normalisées, voire même est-ce que les relations se sont renforcées ?

François-Xavier Mauron : Les relations ont été beaucoup plus étroites, du fait des échanges qu'on a pu avoir au cours de l'année et du reporting régulier et détaillé qui s'est développé

pendant la phase aigüe de la crise. Il y avait beaucoup de questionnements et un besoin de projection. Le ton était clairement celui de la transparence, avec un reporting plus fort qu'à l'accoutumée. Un autre thème qui a été beaucoup travaillé au niveau de la profession via France Invest a été celui du reset des méthodes de valorisation pour pouvoir être à la fois transparent, pondéré et s'adapter à une situation de crise, dans le sens où personne n'avait intérêt à dramatiser la situation et en même temps il fallait quand même prendre en considération des effets à court et long terme qui étaient évidents.

Olivier Benoist : C'est une relation beaucoup plus agréable puisqu'on a plus à courir après l'information, il y a beaucoup plus d'échanges qui ne nécessitent pas forcément des appels de 8 heures, mais simplement des contacts réguliers et transparents. J'ai trouvé ça assez sain. On aborde tous les sujets et il n'y a pas 6 mois de latence entre les discussions.

Jacques-Henri Hacquin : Il n'y a pas un risque de tomber dans l'ingérence ?

Olivier Benoist : Ce n'est pas comme si on disait aux GPs de faire des choses, c'est juste un plus grand échange d'information. Et puis, c'est quand même notre argent. L'objectif n'est pas d'imposer un rapport de force, ce genre de rapport est juste beaucoup plus agréable que l'opacité qui pouvait régner sur le Private Equity il y a une dizaine d'années.

François-Xavier Mauron : Et puis nous étions tous dans la même difficulté avec ce besoin de gérer l'urgence. Un sujet qui était très présent chez les LPs était aussi de savoir si nous allions devoir procéder à des appels de fonds supplémentaires, le sujet des equity cures.

Olivier Benoist : Ca me fait penser qu'il y a aussi eu le sujet des equity lines. Ca c'était assez dur, parce que vous êtes appelés sur des deals qui ont plus d'un an, qui ont des valorisations qui

baissent... Tout ça pour ne rien gagner du côté de l'investisseur puisque du coup les deals coûtent plus chers. Ce n'est pas une très saine gestion, surtout si cela se termine mal dans une année comme celle-ci. Je pense que ce n'est pas le rôle des fonds de mettre du leverage.

MdA : Dans combien de sociétés de gestion ou véhicules MACSF est investi ?

Olivier Benoist : Une quarantaine je pense, pour environ 600 millions d'euros. Mais on doit faire un peu plus.

MdA : Vos attentes de rendement ont-elles évoluées avec la crise ?

Olivier Benoist : Les règlements n'ayant pas changé, ce n'est pas le cas.

MdA : On voit tout de même que le marché progresse, tout comme les valorisations. Est-ce que dans les années qui viennent vous anticiper des changements dans vos attentes de TRI ?

Olivier Benoist : Je regarde plutôt les multiples que les TRI. Ce qui peut nous poser problème actuellement c'est que si les équipes d'investissement ne rendent pas l'argent rapidement, vu que le rythme de levée, cela peut renforcer votre exposition à une société de gestion. Si vous avez investi dans un portefeuille qui n'est pas mature avec des multiples élevés, et qu'il faut ensuite remettre une pièce dans la machine, cela bloque. Comme cela aurait pu être le cas cette année s'il n'y avait pas eu de fortes avancées sur les vaccins fin 2020. Hormis les entreprises du tourisme, de l'événementiel et liées à l'aéronautique, le reste à plutôt bien tenu, la liquidité est revenue fin 2020. Enfin, l'analyse des bilans des entreprises ayant bénéficiées d'un PGE va être plus compliquée, il va falloir être vigilant.

François-Xavier Mauron : En vérité si l'on porte un regard sur de longues

périodes, il n'y a qu'en 2008-2010 qu'il y a eu une vraie baisse des multiples. On a l'habitude de dire qu'environ tous les trois ans, on prend deux à trois tours de plus sur les multiples, même si cela s'est accéléré ces derniers mois pour des raisons spécifiques. Nous nous sommes penchés en interne sur l'évolution du multiple d'EBITDA par rapport aux millésimes de nos fonds pour voir ce que cela donnait sur nos périodes d'investissement. Ça nous a permis de nous rendre compte que les multiples montent de façon structurelle. Dès lors, si l'on part du principe que le 6x devient 9x, puis 12x et aujourd'hui 15x, objectivement il serait possible de se rassurer sur les multiples atteints aujourd'hui en partant du principe que l'arbitrage de multiple est pérenne. Ce n'est pas la plus agréable des thèses, mais elle est là quand on regarde de plus près.

Pierre Decré : C'est vrai mais il faut aussi faire la courbe de la baisse des taux pendant ce temps-là et on voit que les taux n'ont fait que baisser pendant que les multiples d'ebitda progressaient. Si les taux ne baissent plus voire remontent et si le décalage perdure entre l'offre et la demande, comme c'est le cas aujourd'hui où il y a plus d'argent à investir que d'actifs sur le marché, on devrait voir à un moment une baisse mécanique des rendements. D'ailleurs c'est une tendance qui devrait continuer je pense, notamment dans le sens où le Private Equity est en train de prendre des parts de marché sur d'autres classes d'actifs.

Fabrice Huglin : Oui, parce qu'aujourd'hui sur quoi peut-on investir ? Le marché obligataire est négatif, les rendements de l'immobilier sont faibles et le choix de la classe d'immobilier a été bouleversé par le covid, et donc à part le Private Equity il ne reste plus grand chose.

Pierre Decré : Et donc mécaniquement cela se reporte sur le Private Equity, et cela devrait pousser le spread entre le

rendement du Private Equity et du boursier va se resserrer.

Olivier Benoist : Je suis d'accord mais votre métier évolue. Avant c'était 2-3 fois, c'était des bons multiples, et aujourd'hui on peut avoir des multiples de 4, 5 ou 6, choses qui n'étaient pas impossibles auparavant mais beaucoup plus rares.

François-Xavier Mauron : Puisque l'on revient sur le marché, je voulais tout de même souligner que dans le small cap, malgré les évolutions, il y a toujours la possibilité de faire des deals primaires, avec le risque inhérent attaché, mais avec tous les leviers de création de valeur liés à la première ouverture du capital. Un aspect du marché qui se renforce, c'est que l'augmentation des liquidités a renforcé l'appel d'air du mid cap pour des entreprises du small qui ont une belle croissance. Maintenant, force est de constater que dans le mid cap, ces fameux champions qui ont fait une ou deux opérations et qui constituent des plateformes éprouvées de buy-and-build bénéficient d'une prime, encore plus élevée si elles l'ont démontré internationalement. Et dès que le terrain de jeu s'est étendu du niveau national au niveau européen voire mondial, il n'est pas surprenant d'atteindre ce type de multiples.

MdA : Guillaume, c'est quelque chose que vous voyez en région ?

Guillaume Capelle : Sur l'année 2020, je dirais déjà que les opérations primaires ont plutôt bien tenu parce que ces entreprises sont des cibles naturelles pour des acteurs du mid cap qui ont besoin de se tourner vers des acteurs n'ayant pas encore travaillé tous leurs leviers de croissance. C'est l'une des raisons pour lesquelles nous voulons rester sur ces contextes-là : crise ou pas crise, c'est un segment qui va toujours bien fonctionner et que nous souhaitons sanctuariser à travers Adviso Entrepreneur. C'est dans la



manière d'opérer le primaire qui a changé et qui s'est professionnalisée, je pense. On est sur des dirigeants-actionnaires qui n'ont pas encore tout à fait les méthodes, qui n'ont pas structuré l'information nécessaire et suffisante pour optimiser l'opération et les process, et c'est en faisant ce travail technique qu'on peut trouver l'alignement entre les multiples de deals primaires plutôt small et des deals secondaires dans le mid cap. Ce que je vois, par exemple, chez nos clients, c'est qu'une belle société familiale qui vaut 25 millions d'euros en région utilise insuffisamment la croissance

externe et peine parfois à se projeter dans un BP. La première chose que l'on fait généralement c'est de regarder le BP existant et demander combien de dossiers de cessions ils reçoivent par an. C'est souvent près d'une quinzaine, mais ils n'en font que trop peu parce que ce n'est pas dans leur culture ou qu'ils se sentent insuffisamment confortables sur le sujet pour accélérer.

François-Xavier Mauron : Oui, ce n'est pas un risque que les dirigeants vont prendre seuls, ils veulent souvent s'associer à un investisseur professionnel et se sécuriser patrimoniallement.

Philippe Serzec : Mais quand même la maturité moyenne des sociétés s'est renforcée au fil des années sur le marché primaire.

Olivier Renault : Oui, mais c'est parce qu'ils sont mieux entourés, il y a plus de conseils...

Philippe Serzec : Mais vous avez des tours de capital-développement qui permettent d'éduquer un peu les dirigeants. Le fait d'avoir un premier investisseur financier, même minoritaire, permet de leur faire franchir quelques seuils de maturité. ■