

TABLE RONDE

Fusions & Acquisitions

2020



M&A : tout s'accélère



Malgré des craintes régulièrement évoquées ces dernières années, le marché du M&A a gardé son dynamisme en 2019. Small et Mid Cap continuent de performer admirablement, notamment grâce à la professionnalisation de tout l'écosystème. Mais les conditions macroéconomiques et géopolitiques transforment elles aussi profondément le fonctionnement du marché, avec des tendances qui commencent déjà à se cristalliser. Point sur l'année écoulée avec six professionnels du M&A.

Photographie : Philippe Castaño

M&A : Je vous propose de revenir sur les tendances observées en 2019. On avait beaucoup de craintes l'an passé à la même période, avec notamment le Brexit. Finalement comment s'est porté le marché du M&A en 2019 ?

Rémy Boulesteix, KPMG : L'activité était soutenue. Le marché français s'est très bien comporté dans ce contexte international. Il n'y a pas eu d'évolution majeure de la typologie des deals, mis à part peut-être un développement des préemptifs dans le Private Equity. Je pense qu'il y a des aspects sectoriels sur lesquels il faudra revenir, notamment dans le retail et certains secteurs industriels comme l'automobile

où les mutations entraînent des consolidations. On a également vu un appétit soutenu des grands groupes en 2019, avec des rapprochements cross border, notamment entre Europe et Etats-Unis.

Alban Neveux, Advention : C'est vrai que l'on s'attendait à ce que 2019 soit une année un peu difficile. Elle a au final été étonnante pour tout le monde : le small et le mid cap ont continué à performer et c'est peut-être la partie haute du marché qui a ralenti - proportionnellement. Mais l'ensemble du marché a très bien tenu, et ce que je remarque c'est que cela continue avec la même tonicité sur le mois de janvier.

Il y a un enthousiasme par rapport à l'année qui vient de s'écouler et aux anticipations pour 2020.

Barbara Jouffa, Gowling : Un autre phénomène qui se poursuit est la montée des fonds d'investissements qui lèvent de plus en plus de fonds et disposent de plus en plus de dry powder. Tant qu'il y aura de l'argent dans ces fonds, il y aura de l'investissement et donc des opérations de M&A. Sans ignorer les possibles conséquences des événements géopolitiques de cette année, comme le Brexit et les élections présidentielles américaines, le constat est positif car tout cet argent devra être dépensé.

Remy Boulesteix

- Associé, Deal Advisory, Responsable Transaction Services de KPMG en France
- Diplômé de l'Ecole Polytechnique et de l'Ecole des Mines, Rémy accompagne depuis plus de 15 ans des grands groupes et des fonds d'investissement dans leurs acquisitions, cessions ou autres opérations (offres conjointes, OPA,...), en France et à l'étranger. Il a travaillé sur de nombreuses opérations majeures ou complexes, déployant à chaque étape l'ensemble des services offerts par KPMG selon la configuration et les enjeux de chaque transaction : retraites, IT, fiscalité, Intégration et Séparation, synergies, évaluation et PPA, structuration fiscale et comptable,...



Virginie Lazes, Rothschild & Co : Et des taux d'endettement qui sont très bas.

Alban Neveux, Advention : Oui, d'autant que la professionnalisation du marché français ces dernières années lui a permis de devenir le plus gros marché d'Europe continentale, ce qui est plutôt intéressant dans le contexte du Brexit. On sent qu'il est mûr pour prendre le lead en Europe.

Stéphane Hutten, Hogan Lovells : En revanche, il y a une guerre pour trouver des actifs attractifs qui continue de s'intensifier. Certes il y a de la dette facile et beaucoup de cash sur le marché français, puisqu'il y a beaucoup d'acteurs étrangers qui arrivent sur ce secteur, mais le nombre d'entreprises ne s'est pas démultiplié d'une année sur l'autre. Je remarque tout de même qu'il y a de plus en plus de boîtes innovantes en France et donc un renouvellement par l'innovation.

Virginie Lazes : Oui on voit quand même la jonction entre l'univers du Venture et l'univers du Private Equity.

Je fais un aparté pour l'exemple, mais dans l'univers des technologies, il existe aujourd'hui un vrai marché qui permet aux entreprises tech d'être rentables. Le digital est partout, ce qui a permis aux business model d'évoluer et de

“Les activistes ont été un vrai driver du marché ces dernières années. Ils ont provoqué un certain nombre de cessions d'actifs qui ont pu alimenter le marché en LBO primaire.”

Remy Boulesteix

dégager de la rentabilité. C'est ainsi que ces sociétés qui ont été financées il y a 5 à 10 ans par les fonds de venture sont aujourd'hui rentables et peuvent donner lieu à des LBO de croissance.

M&A : D'où la montée en puissance des fonds de Growth ?

Virginie Lazes : Ils commencent à arriver, et on a même vu des investisseurs Private Equity faire de belles opérations de croissance dans la tech parce certaines de ces entreprises sont arrivées à des niveaux de taille et de rentabilité qui les rendent candidates à des LBOs sont une source d'alimentation du marché du Private Equity.

Barbara Jouffa : Ce que dit Virginie a d'ailleurs été démontré. Avant, seuls les fonds seed/venture de Tech investissaient dans ces sociétés. Désormais les fonds growth se multiplient et ceux de Private Equity s'y intéressent aussi, notamment parce que les tickets sont de plus en plus élevés et surtout car nombre de ces sociétés deviennent rentables. Et cela va s'accroître. Du fait de la pénurie d'actifs de qualité, il est vrai que la compétition se renforce entre les fonds qui cherchent avant tout à préempter. Mais nous avons également pu constater que les fonds français de Private Equity vont désormais chercher des actifs à l'international, par exemple en Belgique, en Espagne,



Alban Neveux

- Alban Neveux est le directeur général du groupe Advention Business Partners présent à l'international avec ses bureaux en propre à New York, Shanghai, Dubaï, Londres et Paris.
- Son expérience professionnelle comprend vingt années de conseil en stratégie à l'échelle internationale.
- Il intervient sur les stratégies de croissance, les programmes de création de valeur, les fusions et acquisitions, l'intégration post-acquisition, les changements organisationnels et les enjeux de retournement, à la fois pour de grands groupes internationaux ainsi que pour des entreprises de taille intermédiaires. Il conseille également de nombreux fonds d'investissement sur du large cap, du mid cap et du small cap.
- L'expérience sectorielle d'Alban comprend notamment la consommation, la distribution, les services aux entreprises, la santé, le digital, la technologie ainsi que l'industrie.

afin d'y trouver un environnement moins concurrentiel et à des multiples moins élevés qu'en France.

Virginie Lazes : C'est vrai que lorsque l'on regarde les écosystèmes espagnols et italiens, on se rend compte qu'il y a au final assez peu de fonds locaux et que ces marchés sont considérés comme encore trop « exotiques » par les fonds anglo-saxons. Donc c'est un marché naturel pour le private equity français, avec parfois deux fonds français qui se battent pour le même actif, sans qu'aucun acteur local ne soit dans la boucle.

Alban Neveux : Et puis les prix sur le marché français augmentent aussi avec l'arrivée des fonds internationaux. En une semaine nous avons eu quatre fonds américains qui sont venus nous voir pour nous poser des questions sur les investissements en France et en Belgique. Cela contribue à augmenter

la quantité d'argent sur le marché.

“Aujourd’hui, les dirigeants sont beaucoup plus matures. Certains veulent toujours vendre et partir faire autre chose, mais d’autres veulent clairement être intégrés dans des systèmes industriels plus larges.”

Alban Neveux

Sébastien Rapin, SPIE : Nous réalisons chez SPIE de nombreuses transactions de type small et mid cap et nous constatons de façon claire que

les processus d'enchères formels ont tendance à se généraliser, y compris dans le cas de sociétés faisant entre 20 et 40 millions d'euros de chiffre d'affaires. Par ailleurs, les fonds de private equity sont également présents sur ce segment et peuvent se relever agressifs en termes de valorisation, notamment en raison d'un accès relativement aisé au levier financier.

Alban Neveux : Les acteurs se positionnent aussi différemment. Les gros fonds comme KKR ou Carlyle commencent à descendre vers des dossiers plus petits, tandis que des fonds faisant traditionnellement du small et du nano cap s'intéressent désormais à des ETI.

Rémy Boulesteix : Et puis on a aussi l'impression que les dossiers qui viendraient parfois nuancer les multiples sont bien souvent retirés.

Barbara Jouffa

- Barbara Jouffa est associée du département M&A / Private Equity de Gowling WLG à Paris. Depuis plus de 15 ans, elle intervient dans le cadre d'opérations de fusions et acquisitions, de private equity et de venture capital dans de nombreux secteurs, en particulier dans le secteur Tech, dans le secteur des cosmétiques, du luxe, des médias et de l'alimentaire.
- Barbara est intervenue sur plus d'une centaine d'opérations, dont récemment la cession par une partie de l'actionariat familial co-fondateur de Nuxe à Sofina, holding familial belge coté. Elle est également intervenue dans certaines des plus importantes sorties M&A sur le marché français, en particulier dans le secteur Tech, notamment la vente d'Accengage (le plus grand fournisseur européen de CRM mobile et de notifications push) à Urban Airship Inc. Avant de rejoindre Gowling WLG, elle a participé à l'acquisition de la plate-forme de données et de publicité luxembourgeoise Teads par Altice, à la vente de la plate-forme française de réservation de restaurants en ligne LaFourchette.com lors de son acquisition par TripAdvisor et à la vente d'Alpha Direct Services, leader en logistique e-commerce en France, au profit de Rakuten.



Les process s'arrêtent et seuls les beaux actifs avancent.

Virginie Lazes : C'est une nouveauté depuis l'année dernière, dans le sens où même s'il y a moins d'actifs il y a tout de même plus de sélectivité. Les acteurs préfèrent mettre le prix sur un bel actif plutôt que de payer un prix moyen sur un actif moyen.

Sébastien Rapin : C'est aussi notre raisonnement en tant que corporate. Nous accordons une importance primordiale à la qualité intrinsèque des dossiers d'acquisition que nous instruisons ainsi qu'à la pertinence du rationnel stratégique.

Barbara Jouffa : Cela démontre qu'aujourd'hui, avoir un TRI de 27 ou 28% avec un taux d'endettement élevé est finalement moins intéressant qu'avoir un TRI à 16 ou 17% avec un faible taux d'endettement. Donc même

si les fonds doivent payer plus cher **“Les fonds français de Private Equity vont désormais chercher des actifs à l'international afin d'y trouver un environnement moins concurrentiel et des multiples moins élevés qu'en France.”**

Barbara Jouffa

leurs cibles, ils s'y retrouvent grâce aux taux d'endettement historiquement bas.

Rémy Boulesteix : Un autre aspect de cette question des valorisations est

que tout le monde avait “prédit” que le public-to-private se développerait à cause des écarts de multiples qui commençaient à apparaître entre le coté et le non-coté. Mais au final, on n'en a pas eu tellement en 2019. Tout le monde voit aujourd'hui la difficulté d'exécution avec notamment les hedge funds qui prennent des positions et compliquent la finalisation des opérations et donc le retrait de cote...

Stéphane Hutten : Les écarts de valorisation entre la cotation et la valeur intrinsèque de l'actif rendent également les discussions difficiles.

Barbara Jouffa : On pourrait presque dire qu'un actif qui n'a pas été préempté par des investisseurs, n'est pas un actif de qualité.

Stéphane Hutten : J'ai été frappé par le fait que les industriels sont aujourd'hui infiniment plus manoeuvrant qu'ils



Stéphane Hutten

- Stéphane 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.
- Stéphane figure parmi les "40 under 40" Rising Stars sélectionnés par Financial News en 2015 et les "50 valeurs montantes du barreau des affaires" choisies par le Magazine des Affaires. Stéphane a été reconnu comme "rising star" par IFLR 1000 et est également classé en première position du "Top France 2018 individual legal advisers" en volume par Merger Market en 2018. En 2019, il a été classé comme l'un des "Top M&A Lawyers in France and EMEA" par MergerLinks ainsi qu'"up and coming" dans le classement Chambers 2019.
- Comme en 2018, Stéphane a conseillé sur une trentaine de transactions en 2019 un grand nombre de fonds de Private Equity ainsi que des entreprises cotées, des fondateurs et équipes de management.

ne l'étaient par le passé. Il n'y a plus de règles tacites entre les fonds et les industriels, qui se font vraiment concurrence dans les process.

Virginie Lazès : Et le bolt on peut être relatif.

Sébastien Rapin : Exactement. La pression sur les transactions de taille significative se retrouve aussi sur les deals small et mid cap que réalisent les sociétés de portefeuille des fonds.

MdA : Justement, vu la concurrence du Private Equity, comment faites-vous pour continuer à faire autant d'acquisitions ?

Sébastien Rapin : Il y a plusieurs éléments de réponse. D'abord, nous croyons que le projet industriel que nous proposons est de nature à séduire les cédants. Il faut par exemple se mettre à la place d'une personne dont la famille a créé la société et qui a donc un certain attachement. Au-delà des questions de valorisation se

pose la question pour les cédants de ce qu'il va advenir de leur société. Les discussions de long terme se nouent

“Il y a beaucoup d'argent disponible et des acteurs étrangers qui arrivent sur le marché français, mais le nombre d'entreprises ne s'est pas démultiplié d'une année sur l'autre, bien qu'il y ait un renouvellement par l'innovation.”

Stéphane Hutten

donc très en amont afin de créer ce lien de confiance, qui reste essentiel à nos yeux.

MdA : Et combien êtes-vous dans votre équipe ?

Sébastien Rapin : Notre équipe compte trois personnes au siège, ainsi que quatre professionnels implantés au niveau de nos filiales opérationnelles. Nous travaillons en outre en étroite collaboration avec le top management, à commencer par le comité exécutif.

Alban Neveux : Pour rebondir sur l'attractivité des corporates auprès des cédants, une tendance que nous voyons aller crescendo depuis quelques années est que les grands groupes travaillent très en amont sur le discours qui va être présenté aux cédants, en incluant la façon dont ils seront intégrés. Cela nous arrive aujourd'hui de travailler sur le storytelling de projets qui n'auront pas lieu avant plusieurs mois voire plusieurs années. Avant cela n'existait quasiment pas, il y avait plutôt une panique post-intégration.

Sébastien Rapin : Plutôt que du storytelling, nous mettons l'accent sur le plan industriel que nous avons bâti conjointement avec la société acquise, y compris le mode d'intégration

Virginie Lazès

- Virginie Lazès est Associée-Gerant, Co-Head Technology Europe de Rothschild & Co.
- Diplômée de Science Po Paris et titulaire d'une maîtrise d'économie et d'un DEA de relations internationales, elle a démarré sa carrière en 1998 chez Close Brothers Corporate Finance Paris (devenu DC Advisory) comme managing director. Virginie Lazès dispose d'une expérience de plus de 20 ans en levées de fonds et fusions-acquisitions pour des entreprises technologiques.
- Parmi ses transactions récentes figurent la cession de Soft Computing à Publicis Group, la cession de El Technologie à Cognizant, l'acquisition de Transatel par NTT Docomo, l'acquisition d'Everteam par Kyocera.



retenu. Ceci est de nature à sécuriser la partie cédante en définissant un projet de long terme.

Virginie Lazès : Ce que je note chez mes clients, qui sont des startuppeurs mais aussi des patrons de sociétés technologiques plus traditionnelles de type ESN, c'est qu'une acquisition par un corporate est aussi la reconnaissance par un pair du travail qui a été accompli.

Sébastien Rapin : Cela parachève l'œuvre des cédants, d'un certain point de vue.

Virginie Lazès : Voilà, et cela peut compenser le prix proposé par des fonds. Sur un deal qui doit bientôt sortir, nous avons une offre ferme d'un fonds avec un prix plus élevé et une offre ferme d'un industriel un peu moins disant et au final le cédant a préféré l'offre corporate parce que l'industriel était pour lui un modèle de réussite. Bien sûr, le plan d'intégration présenté a fortement aidé. Il voyait que ses équipes seraient préservées.

Rémy Boulesteix : Ce que je remarque chez nos clients, tant corporate que fonds d'investissement, c'est que tout s'est ultra-professionnalisé. Comme

“Les entreprises de la Tech sont arrivées à des niveaux de taille et de rentabilité qui les rendent candidates à des LBOs, en faisant une source d'alimentation du marché du Private Equity.”

Virginie Lazès

nous sommes sur un cycle long, tout le monde a un retour d'expérience de deals de ces dernières années où tout s'est bien passé, ce qui permet d'optimiser sa machine. On s'appuie également désormais un peu plus

sur les conseils, notamment sur le dimensionnement stratégique, le calibrage des synergies ou l'exécution de l'intégration, qui sont devenus très rôdés dans notre milieu. Cela donne davantage de confort pour se projeter sur des valorisations plus élevées.

Barbara Jouffa : Et puis il y a aussi la montée en puissance des Family Offices qui disposent de plus en plus de fonds et investissent désormais en direct. Nous avons eu plusieurs dossiers de Family Offices, qui avant préféraient investir en qualité de LPs dans des fonds, et qui désormais souhaitent investir directement au capital. Webhelp en est l'exemple le plus marquant, mais il y en a eu d'autres. Les Family Offices peuvent être tout aussi attractifs pour les cédants.

Virginie Lazès : Avec peut-être aussi une petite pointe de naïveté puisque effectivement nous avons nous aussi beaucoup de clients qui nous disent que l'idéal serait d'avoir un acheteur de type family office, mais ils disent cela



Sébastien Rapin

- Après un passé de banquier d'affaires au sein de grandes banques d'affaires américaines notamment Sébastien Rapin est devenu directeur des fusions-acquisitions de SPIE en 2016.
- Titulaire d'un master en management d'ESCP Europe et d'une maîtrise en droit des affaires de l'université Panthéon-Assas. Il débute sa carrière en 2005 en tant qu'analyste chez Lazard (département fusions-acquisitions). En 2008, Sébastien Rapin rejoint la division banque d'affaires de Credit Suisse, au sein de laquelle il a été promu « directeur » en 2015.
- SPIE est un groupe qui grandit par croissance interne et externe. Au cours des dix dernières années, les équipes M&A ont développé une expertise rare dans l'intégration de ces cibles. Spie a réalisé une centaine d'opérations d'acquisitions depuis 2010.

principalement parce qu'ils pensent que ce sera une ambiance familiale, avec une gouvernance plus souple qu'un industriel ou qu'un fonds. Mais ce n'est pas si simple, les family offices sont très professionnels.

MdA : La réussite d'une acquisition se juge généralement sur le post-deal et la capacité à maintenir les équipes. Sébastien, comment faites-vous pour fidéliser les talents ?

Sébastien Rapin : Ce qui est essentiel, c'est la préparation. Il faut présenter le projet que l'on fera dans son ensemble, dire les choses clairement et éviter au maximum les surprises. Chacun doit savoir ce qu'il aura à faire.

MdA : Est-ce que les cédants demandent parfois à appeler d'anciens patrons de sociétés que vous avez rachetées ?

Sébastien Rapin : Il a pu m'arriver de le proposer. Un certain nombre de

collaborateurs de SPIE a en effet fait et continue de faire carrière au sein du

“Dans les processus de cession organisés, une des premières questions à se poser est de savoir si la trajectoire de chiffre d'affaires et de profitabilité proposée est réaliste.”

Sébastien Rapin

groupe à la suite d'une acquisition.

Barbara Jouffa : C'est devenu nécessaire. La plupart des grands groupes français se sont faits par le biais de la croissance externe et il y a eu, il

faut le rappeler, beaucoup d'échecs de synergies. C'est donc quelque chose que tous les grands groupes vont avoir en tête. Dans la Tech par exemple, il y a eu une période de “chocs des cultures” où l'agilité et la flexibilité des startups, nécessaires à l'innovation, se heurtent à la rigueur et aux process des groupes industriels. Aujourd'hui les grands groupes français maîtrisent bien mieux ce sujet et réalisent avec de plus en plus de succès les intégrations de leurs cibles, et donc la mise en place des synergies. Les personnes clés retrouvent plus facilement des postes impliquant des responsabilités par zone géographiques au sein desquelles ils peuvent s'épanouir. Ce n'est pas qu'une question de management package mais aussi d'évolution au sein du groupe. Les groupes du CAC 40 ont beaucoup travaillé sur leurs synergies manquées et les corrigent.

Rémy Boulesteix : Je dirais même que la culture des corporates a évolué en laissant l'innovation émerger, en



créant des accélérateurs, en facilitant l'entrepreneuriat interne... Ces startups arrivent donc aujourd'hui dans un cadre Corporate qui est moins rigide et moins conservateur qu'auparavant, ce qui offre une certaine souplesse.

Alban Neveux : Et on a aussi des typologies d'acteurs qui sont différentes. Dans les années 2000 nous avions principalement des gens qui vendaient et partaient tout de suite, alors qu'aujourd'hui les dirigeants sont beaucoup plus matures. Certains veulent toujours vendre et partir faire autre chose, mais d'autres veulent clairement être intégrés dans des systèmes industriels plus larges.

Virginie Lazes : Tout s'est amélioré, en un sens. Les corporates savent qu'ils doivent réussir leur intégration, et ce d'autant plus qu'ils paient les entreprises très chères. Au niveau des startups, les cas sont très différents. Il y a des fondateurs qui sont « géniaux » mais qui ne s'intégreront jamais dans un groupe parce que ce n'est pas leur ADN. Et sur ce point les corporates doivent faire attention à ne pas acheter une société un peu trop jeune car il y a un vrai risque pour que l'entrepreneur ne s'intègre pas. Mais comme toutes

ces sociétés grossissent et commencent à arriver à maturation, le fondateur finit éventuellement par être relayé par un COMEX et des équipes solides. Et là il est beaucoup plus simple de réussir l'intégration.

Sébastien Rapin : Certaines entreprises disposent notamment de fonds de venture internes au travers desquels elles peuvent être amenées à prendre des participations dans des startups. J'aurais tendance à penser que les différences culturelles ne doivent pas être négligées, ce qui peut rendre l'exercice d'intégration délicat.

Stéphane Hutten : Dans ces cas-là le sujet perpétuel est celui d'arriver à créer de l'alignement d'intérêt. Dans les sujets un peu sensibles on voit souvent les corporates mettre en place des earn-out à 2, 3 et 4 ans afin de pouvoir garder le management. Mais c'est à manoeuvrer avec tact et prudence parce que cela crée un objectif qui n'est pas le même pour l'un et pour l'autre. Je n'ai pas fait de statistiques, mais je pense que le nombre de clauses de complément de prix qui donne lieu à renégociation doit être élevé. Et ce n'est pas lié à des détails techniques, mais plutôt au

fait que la vie de l'entreprise ne peut pas être toujours anticipée et il faut pouvoir se dire au bout de deux ans qu'en fait on aimerait bien garder un tel ou une telle de manière définitive, etc. Et là aussi il y a une évolution, avec des renégociations de complément de prix ou des startupeurs invétérés qui finissent par être complètement intégrés dans un corporate.

MdA : Tout s'accélère aussi du côté des corporates en termes de vitesse d'exécution et parfois des tangentes.

Stéphane Hutten : Effectivement nous avons fait des opérations où tout est allé très vite. Je pense notamment à un deal pour Orca, donc du build-up, où nous devions acheter une entreprise et au closing nous en avons acheté trois en l'espace de deux mois. C'est aussi arrivé sur Freeland ABC dans le secteur du portage, où après avoir signé le deal, une banque d'affaires a mis un dossier similaire sur le marché et il a fallu tout renégocier pour pouvoir closer les deux en même temps.

Barbara Jouffa : L'intégration peut se jouer de différentes façons. Sébastien pourra sans doute le dire mieux que



moi, mais les earn-out, qui permettent de concilier en partie les attentes des vendeurs et acquéreurs et donc de conclure le deal, aboutissent parfois à un désalignement d'intérêt. On laisse le temps à la synergie, mais les entrepreneurs ont en tête la période d'earn-out. Je pense qu'on va finir par réaliser que ce n'est pas l'outil optimal, d'autant plus que d'expérience cela donne quelquefois lieu à des contentieux.

Alban Neveux : Un outil hybride qui est assez intéressant, et qui a été utilisé dans le cas de Montblanc Materne, c'est un LBO qui est en fait encapsulé dans un deal corporate. Ce serait intéressant de voir comment cela évolue, notamment en interne puisque le risque de désalignement se retrouve du coup plus entre les collaborateurs qui ont l'esprit d'entreprise corporate et ceux qui vivent une aventure LBO.

Barbara Jouffa : Un mécanisme alternatif, que l'on retrouve parfois, est le paiement d'un complément de prix en actions de l'acquéreur plutôt qu'en cash. Cela permet de rééquilibrer les choses puisque les vendeurs ont tout intérêt à ce que la société continue à bien se porter même après la période d'earn-out.

Sébastien Rapin : L'earn-out vise entre autres à fidéliser les cédants et à limiter les risques durant la phase d'intégration. Son utilisation ne peut relever que d'une analyse au cas par cas.

MDA : Et sur les 5 dernières années, quelle a été votre expérience ? La plupart restent ?

ous avons un taux de rétention plutôt élevé. Être chef d'entreprise demande en effet de gérer de nombreuses problématiques qui vont bien au-delà de la gestion opérationnelle de la société. Nous croisons souvent des entrepreneurs qui souhaitent se recentrer sur la gestion des affaires et délaissent les questions d'ordre administrative, ce que permet justement l'adossement à un grand groupe.

Alban Neveux : Et certaines cultures d'entreprises sont très attentives sur ce point. Je pense par exemple à Webhelp, qui s'assure toujours que le projet industriel va continuer avec les régions historiques. C'est une composante très importante de leur ADN qui est beaucoup fondé sur un jeu collectif extrêmement puissant en organique. Mais c'est la même attitude lorsqu'ils font des intégrations.

Sébastien Rapin : C'est un modèle que nous essayons de suivre. Elaborer notre projet industriel avec l'équipe de management afin qu'ils aient envie de poursuivre l'aventure à nos côtés. Parce que dans les métiers de services, les actifs ce sont avant tout nos collaboratrices et collaborateurs.

MDA : Virginie, il me semble que vous avez une expérience assez personnelle du sujet.

Virginie Lazes : Avant de rejoindre Rothschild & Co j'étais dans des structures plus entrepreneuriales en fort développement et mon rôle était non seulement, on me demandait de faire des deals mais aussi de gérer les clients, le juridique, les équipes... Il fallait tout faire, et je ne passais au final que 60% de mon temps à faire des opérations. Maintenant que je suis chez Rothschild & Co, je passe 100% de mon temps à faire des deals et c'est un vrai bonheur. Après c'est aussi très intéressant et instructeur de créer une structure et de la développer.

Alban Neveux : D'ailleurs sur ce point je suis frappé de la professionnalisation des cédants éventuels. Depuis quatre ou cinq ans, les gens ont des discours assez clairs.



Virginie Lazes : C'est quelque chose qui est très spécifique de l'univers actuel de la tech. Les startuppeurs fonctionnent en réseaux et se parlent beaucoup, et comme on arrive désormais à la troisième génération d'entrepreneurs, les plus jeunes profitent beaucoup de l'expérience des anciens qui sont déjà passés par la case cession à un Private Equity ou à un corporate.

Barbara Jouffa : C'est vrai que dans cet écosystème Tech, le mentoring est particulièrement développé. Non seulement les anciens startuppeurs deviennent à leur tour business angel mais ils passent également beaucoup de temps à échanger et à conseiller les jeunes entrepreneurs. Cela leur permet de gagner beaucoup de temps dans la structuration de leur entreprise et pendant leurs levées de fonds parce qu'ils savent ce sur quoi ils vont être challengés. Cela leur est également très utile lors de leur sortie parce qu'ils bénéficient désormais de retours d'expérience.

Rémy Boulesteix : Et les corporates ont eux aussi accumulé de l'expérience, ce qui facilite le dialogue. Simplement pour revenir sur le point des earn-out et des LBO dans les deals corporate, ce que je trouve un peu risqué c'est de laisser des acquisitions non intégrées

car ces clusters peuvent avoir du mal à trouver à terme leur transversalité et délivrer les synergies. Je ne sais pas si à force de faire des acquisitions vous avez ce travers-là ?

Sébastien Rapin : Pas vraiment. Notre but, c'est l'intégration. Le chemin vers l'intégration peut être plus ou moins rapide, mais à terme il faut que l'ensemble constitue un groupe uni, avec une même culture, des règles communes etc.

MDA : Est-ce que vous vous faites aider lors de l'intégration par des équipes post-deals externes, comme chez KPMG ?

Sébastien Rapin : Cela a pu arriver sur des transactions de taille significative, plutôt sur des aspects techniques comme une réorganisation juridique ou la mise en commun de systèmes informatiques. Pour le reste, l'intégration des transactions small et mid cap tend à être réalisée par nos équipes en interne.

Virginie Lazes : Après sur l'earn-out... C'est assez complexe à négocier d'un point de vue financier et juridique, surtout parce que dans beaucoup de cas, in fine il n'est pas appliqué et il est renégocié. C'est quelque chose que

nous essayons d'expliquer à nos clients, qui pour certains en sont parfaitement conscients. Il y a aujourd'hui le sentiment que c'est LA manière de retenir les dirigeants aujourd'hui, c'est rassurant et il n'y a pas vraiment d'autres alternatives concrètes.

Sébastien Rapin : Surtout que certains pourraient toujours décider de partir en renonçant à l'earn-out. C'est pour cela qu'il faut toujours qu'il y ait une véritable adhésion au projet proposé.

Barbara Jouffa : Je pense qu'il ne faut pas oublier que le désir industriel n'existe pas chez tous les cédants. Ce dernier reste cédant dans un premier temps. C'est parfois par la suite qu'il doit trouver sa place au sein du projet d'entreprise.

Alban Neveux : Après cela devient assez courant. Sur les dossiers que nous avons eu ces douze derniers mois, les gens sont assez clairs sur leur date de départ, sans même mettre en place des clauses.

Virginie Lazes : C'est surtout possible s'il y a une équipe en dessous. Tu ne peux pas dire que tu t'en va dans 18 mois si derrière il n'y a personne pour tenir la boîte. Autrement il n'y a pas de deal.



Alban Neveux : Et c'est d'ailleurs souvent ce qui bloque. Leur idée est très claire mais le plan qui y mène ne l'est pas pour autant. Et là on ajoute de nouveaux facteurs de risque.

Barbara Jouffa : Il n'empêche que parce que nous n'avons pas d'autres choix que d'intégrer un earn-out, cela cristallise, dès la négociation et avant même la rédaction de la documentation contractuelle, une grosse partie des divergences.

Virginie Lazes : Pour terminer sur l'earn-out, certains responsables M&A de corporates sont très conscients qu'en cas de non applicabilité de l'earn-out, ils vont démotiver les vendeurs qui seront devenus leurs salariés et qu'il faudra trouver un moyen de compenser pour la perte de l'earn out.

Barbara Jouffa : C'est vrai qu'il faut que cela évolue, parce que l'earn-out à ses bénéfices mais ce n'est pas une pratique saine sur le long-terme, cela fait perdre beaucoup de temps et empêche de se concentrer sur les vrais sujets.

MDA : Quels autres risques existe-t-il aujourd'hui, finalement ?

Sébastien Rapin : On peut tous dire aujourd'hui que les prix des actifs sont

plutôt élevés et que les entreprises faisant l'objet de processus de cession organisés tendent à mettre en avant des plans d'affaires ambitieux. Une des premières questions à se poser, je pense, est de savoir si la trajectoire de chiffre d'affaires et de rentabilité proposée est réaliste. Il faut donc être particulièrement vigilant quant au niveau de performance normative attendu post intégration, et fonder ses décisions d'investissement sur cette base.



Rémy Boulesteix : Et de ce point de vue-là, je trouve que le current trading est un bon indicateur puisqu'il permet de mesurer la performance de l'entreprise pendant le process, et donc à un moment où elle est forcément perturbée. Cela permet de confirmer ou d'infirmer la stabilité du business plan, c'est un bon révélateur.

Barbara Jouffa : C'est d'ailleurs systématiquement pris en compte dans les dossiers lors de la valorisation des cibles. Mais on ne peut pas se baser uniquement sur ce critère même s'il est une base indispensable.

Sébastien Rapin : Non, mais pour

nous ce sera toujours une exigence. L'évolution du current trading nous donne des informations essentielles concernant la santé de l'entreprise et ses perspectives. On voit parfois des processus de cession s'arrêter en raison d'attentes de valorisation trop élevées mais aussi d'un current trading orienté à la baisse.

MDA : On voit que le marché est très dynamique sur le small et le mid cap. On entend souvent qu'il y a moins d'opérations sur le large cap, mais notre impression est qu'il y a beaucoup de grosses opérations en gestation. Nous sommes en haut de cycle, mais à quoi faut-il s'attendre ?

Virginie Lazes : Difficile de savoir si le marché va temporiser le haut de cycle ou si cela va redescendre très vite et cela fait maintenant presque deux ans que l'on se pose la même question...

Alban Neveux : C'est la façon dont va se passer l'atterrissage qui est la vraie question. Est-ce que cela va être une bulle qui se fracasse d'un coup comme dans les années 2000, ou est-ce que cela va plutôt être une décélération du marché assez douce. On a évoqué le fait que des startuppeurs aux corporates, tout



l'écosystème s'est professionnalisé. Cela veut dire que les acteurs font moins de choses aberrantes et sont plus à même de percevoir les signaux faibles, d'autant que les dirigeants d'aujourd'hui ont tous vécu deux à trois crises économiques d'importance et les ont gardés en mémoire. Les valorisations sont de nouveaux élevées, c'est vrai, mais il y a des raisons à cela aujourd'hui. On n'a pas tellement peur d'une bulle qui éclaterait que d'un retour à une vitesse très normative.

Rémy Boulesteix : Il y a des différentiels entre secteurs. Certains marchés ont des comportements différents depuis un an ou deux et cela peut encore évoluer. On peut par exemple imaginer qu'un secteur comme le retail s'assainisse petit à petit et que d'autres secteurs puissent souffrir. Je remarque aussi que les banques entrent dans des phases de mutations, ce qui n'empêche pas les fintechs de rester intéressantes.

Alban Neveux : Oui, il y a les actifs qui dépendent directement du dynamisme économique et ceux qui dépendent des changements de modèle pour créer leur propre marché. Et là-dessus je pense que l'économie est en train de se scinder. Aujourd'hui le sujet est très souvent la capacité des entreprises à ouvrir un nouveau marché, il y a une polarisation.

Barbara Jouffa : Je ne pense pas que cela va influencer sur les valorisations à court ou moyen terme. Pour que le marché français change, il faudrait un événement politique majeur. Quoiqu'on en pense, la France a aujourd'hui un gouvernement qui, depuis son arrivée, a attiré les investissements étrangers là où le reste de l'Europe n'a pas forcément eu autant d'attrait. Si l'on rapporte le politique aux investissements étrangers, on voit qu'il y a un peu plus de protectionnisme en France, avec notamment un renforcement





d'une part du nombre de secteurs sensibles pour lesquels l'autorisation préalable du gouvernement est requise et, d'autre part, des contrôles également pour les investissements en provenance de l'Union Européenne. On parlait de la fusion Fiat-PSA, mais avant ça la fusion Fiat-Renault a été un échec. Ce à quoi on peut donc s'attendre sur le segment large cap, ce sont d'importantes opérations qui se feront plus lentement et qui seront scrupuleusement analysées par les pouvoirs publics.

Rémy Boulesteix : C'est vrai qu'on a aussi vu le rejet de la fusion Alstom-Siemens, qui est le cas le plus récent en termes d'opération majeure refusée par l'Autorité de la Concurrence. On va voir si la doctrine va évoluer avec la nouvelle Commission Européenne. Par ailleurs, ce qu'il peut se passer entre les tensions géopolitiques et douanières, c'est une fragmentation des chaînes d'approvisionnement qui impacterait nettement le marché.

Alban Neveux : Sur ce point je remarque un début de déglobalisation qui est assez étonnant. Je vois des grands clients comme L'Oréal qui se

trouvent obligé de recréer des hubs régionaux, et c'est une tendance qui devrait être accentuée par le conflit entre les Etats-Unis et la Chine. Et la crise du coronavirus va aussi avoir un impact à ce niveau, puisque quand les chaînes sont aussi interpénétrées, un drame comme celui-ci tourne rapidement au désastre. Chez nos clients dont la supply chain passait par la Chine, c'est très rock'n'roll depuis trois semaines parce que le pays est à l'arrêt complet. Et si cela dure quatre ou cinq semaines de plus... Donc nos clients sont déjà en train de revisiter leur modèle de production et cherchent à se déglobaliser.

Virginie Lazes : Même dans le cloud, on se rend compte qu'avoir ses serveurs à l'autre bout de la planète n'est pas forcément idéal à cause du temps de latence ou de la protection des données. Et donc on revient à des clouds régionaux, et à de plus en plus de puissance de processing en local.

Barbara Jouffa : C'est un vrai sujet de protectionnisme et de souveraineté. Les Etats qui favorisent leur économie en finançant leurs sociétés,

portent aujourd'hui une attention toute particulière aux processus d'acquisitions par des étrangers. En France, par exemple, la BPI vient de créer le fonds Lac d'Argent qui a pour but de protéger les fleurons français de l'activisme et des prises de contrôle étrangères, mais aussi de permettre à la France de faire face à ses défis boursiers et technologiques par que l'on sait que c'est une course à l'intelligence artificielle et à la robotique. Il va donc être intéressant d'analyser comment les groupes vont réussir à concilier leur développement international avec leur attachement local.

Rémy Boulesteix : Je pense que la France profite encore du fait qu'un pan de son économie est tourné vers les services, ce qui nous expose moins que d'autres pays comme l'Allemagne vis-à-vis de la fragmentation des supply chains ou des événements en Chine. Les activistes ont aussi été un vrai driver du marché ces dernières années. Leurs prises de position sur les stratégies des groupes et le fait qu'ils entrent au capital des groupes a provoqué un certain nombre de cessions d'actifs qui ont pu alimenter le marché en LBO primaire. Pour 2020 on en voit un peu

moins se profiler, mais il reste à voir si les activistes ou d'autres phénomènes continueront à alimenter sur le moyen-terme.

Barbara Jouffa : C'est le sujet juridique le plus intéressant du moment. L'activisme, en soi, ce n'est ni bien ni mal. Parfois cela permet de remettre les choses en place dans une société et de la rendre plus performante, et puis d'un autre côté cela fait fluctuer le cours de Bourse à travers les dissensions internes. On en est clairement qu'au début en France.

MDA : Nous aimons bien finir nos tables-rondes sur une note positive. **Sébastien, Virginie, Rémy...quel est le deal qui vous a le plus marqué ou dont vous êtes le plus fier?**

Sébastien Rapin : Il y a un deal auquel je pense. La personne concernée travaille toujours dans le groupe et la performance de l'actif a été au rendez-vous. C'est une transaction qui en outre est venue parfaitement compléter notre portefeuille d'activité.

Virginie Lazes : C'est une question assez difficile. Globalement pour moi un deal réussi est un deal où l'on va chercher un acquéreur emblématique d'un secteur qui vient acheter la boîte digitale qui est en train de transformer ce secteur-là. Vendre une boîte française à un groupe américain c'est bien, mais fondamentalement je ne trouve pas que ça fasse avancer le système. Alors que rapprocher une entreprise innovante d'un groupe industriel qui va ensuite avancer sur la bonne voie, cela a bien plus de sens. Et la bonne nouvelle, c'est que ces deals sont en train de se multiplier, les corporates traditionnels achetant pour de bonnes raisons des acteurs digitaux.

Nous avons récemment accompagné un groupe japonais, qui fabriquait des imprimantes et des scanners. Aujourd'hui, leur métier est de plus



en plus digital et de moins en moins papier. Nous les avons conseillés dans l'acquisition de deux sociétés européennes de software d'Enterprise Content Management pour qu'ils puissent se réinventer en Europe. Ce genre d'opération qui crée de la valeur est vraiment passionnant, et même s'il s'agit d'un vrai challenge culturel, pour les managers de ces deux entreprises c'est très enthousiasmant.

Rémy Boulesteix : J'aurais voulu souligner qu'il y a une implication un peu méconnue du montant élevé des valorisations, celui de permettre aux acheteurs d'accéder beaucoup plus facilement aux informations et aux données détaillées pour pouvoir valider la valorisation donnée. Les

analyses sont de plus en plus fines, notamment à travers le Big Data, qui jusqu'à ces dernières années se faisait surtout sur le marché américain. Les sujets de risques sont également mieux traités et mieux balisés qu'avant dans les due diligences, je pense par exemple aux risques environnementaux. La responsabilité sociale est aussi adressée de manière forte, les montants levés ou investis étant tels qu'on ne peut pas se permettre de commettre des impairs. ■