Option Finance

www.optionfinance.fr

DOSSIER SPÉCIAL

Les Rencontres Private Equity

Avec Option Droit & Affaires

4e édition

FACTOFRANCE

GOODWIN

PAUL HASTINGS

IDIA CAPITAL INVESTISSEMENT

Ytax

HOCHE AVOCATS

MAYER | BROWN

SCOTTO PARTNERS

NG FINANCE

pwc

afg

FI-PLUS

France Invest

VERNIMMEN.NET

4e édition des Rencontres Private Equity

Alexandre Mars, un «serial entrepreneur» philanthrope

Entrepreneur à succès et philanthrope, Alexandre Mars s'est lancé dans l'aventure entrepreneuriale à l'âge de 17 ans avec un seul objectif en tête : «J'ai choisi la voie de l'entrepreneuriat dans l'objectif d'avoir les moyens de mes ambitions : contribuer à lutter contre les injustices sociales». Aujourd'hui, il va à la rencontre d'un grand nombre de dirigeant-e-s d'entreprises pour les encourager à mettre la solidarité et le bien social au coeur même de leurs modèles économiques.

Le private equity, fer de lance de la finance durable ? Observations sur 10 ans et regard prospectif

Emilie Bobin, associée chez PwC, a mis en avant les préoccupations environnementales et sociétales grandissantes dans le monde de la finance. «Le Global Risk Report 2020 du Forum de Davos montre que depuis 2007, les risques les plus importants se sont déplacés de l'économie vers l'environnement et le social», note-t-elle. Alors que la plupart des entreprises ont aujourd'hui intégré des critères ESG, il n'existe pas de standard de reporting, malgré un guide créé par France Invest.

La montée en puissance des critères extra-financiers dans le private equity

Pour la grande majorité des acteurs, il est désormais acquis que les critères extra-financiers, et plus particulièrement les critères ESG, sont tout aussi importants que les critères financiers dans la prise de décision d'investissement. Ils permettent d'attirer les capitaux, de créer de la valeur, mais aussi de bénéficier aux individus et à l'environnement.

«A terme, les critères extra-financiers deviennent des critères financiers, explique Grime Lahreche, avocat associé chez Hoche. En particulier, il est nécessaire de prendre en compte les critères ESG, car ils permettent non seulement d'attirer les talents, mais ils sont aussi essentiels pour capter les fonds. Sans eux, il y a un risque d'implosion ou de déstabilisation de l'entreprise.»

Ce qu'illustre Jacques Simon, directeur d'investissements chez Idia Capital Investissement, avec le cas du secteur agroalimentaire : «Dans ce secteur, avoir une stratégie ESG est déterminant, déclare-t-il, car le client final est le consommateur. Or celui-ci souhaite de la qualité nutritionnelle, de la traçabilité, moins d'impacts

«A terme, les critères extra-financiers deviennent des critères financiers»

Grine Lahreche, avocat associé, Hoche avocats

Avec (de gauche à droite et de haut en bas) :

- **Philippe Audouin,** directeur général finance, Eurazeo
- **Philippe Detours,** general partner, Demeter
- **Grine Lahreche,** avocat associé, Hoche avocats
- **Fanny Picard,** associée fondatrice, Alter Equity
- **Jacques Simon,** directeur d'investissements, Idia Capital Investissement

Table ronde animée par **Henry Saint Bris,** président, ANSA

écologiques. Si elles ne se penchent pas sur ces sujets, les entreprises agroalimentaires s'affaiblissent dans les négociations avec le client.»

Preuve qu'ESG et création de valeur peuvent aller de pair. «Elles devraient être considérées comme complémentaires, estime Philippe Audouin, directeur général finance d'Eurazeo. Il existe plusieurs leviers de création de valeur dans une démarche ESG, parmi lesquels une meilleure maîtrise des risques, une plus grande motivation des équipes ou encore un financement bonifié grâce à l'atteinte des objectifs fixés dans le cadre de cette démarche.»

«Dans le secteur agroalimentaire, avoir une stratégie ESG est déterminant car le client final est le consommateur.»

Jacques Simon, directeur d'investissements, Idia Capital Investissement

Philippe Detours, general partner chez Demeter, estime quant à lui que l'ESG est aussi «défensif» car le risque réglementaire pèse désormais sur l'économie carbonée. «Le monde de la finance a compris que ses intérêts étaient beaucoup plus à risque dans un tel contexte plutôt qu'en intégrant les critères ESG», ajoute-t-il.

Et Fanny Picard, fondatrice d'Alter Equity, de conclure en lançant un appel : «En tant qu'investisseurs, nous avons une responsabilité colossale, déclare-t-elle. Il est urgent pour nous d'évoluer vers des modèles économiques beaucoup plus responsables. On sait que l'objectif de limiter la hausse des températures à 2 degrés n'est plus atteignable : nous sommes plutôt sur des courbes de 3,7 à 4 degrés. Or Henri de Castries, en quittant Axa, disait qu'un monde à 4 degrés n'est pas assurable. Et s'il n'est pas assurable, il sera aussi difficile d'y investir. Sans compter que 80 % des insectes ont disparu ces trente dernières années. Donc désormais se pose aussi

Les tendances et innovations du marché du financement

Le marché du financement privé en France se porte bien, malgré un environnement macroéconomique inédit. Les chiffres de France Invest le montrent : au premier semestre 2019, les fonds membres de l'association ont levé 8 milliards d'euros en equity et en ont investi 7,8, et les multiples d'acquisition ont continué d'augmenter.

«Depuis 10 ans, notre industrie connaît une période extraordinaire, se réjouit Thomas de Villeneuve, directeur associé chez Apax Partners : l'argent est là, les opérations se réalisent, le déploiement se fait rapidement, et les performances sont au rendez-vous. Par conséquent, les fonds ont affiné leurs stratégies : ils se montrent beaucoup plus précis dans ce qu'ils cherchent et deviennent beaucoup plus actifs dans les sociétés dans lesquelles ils investissent.»

Pour Michel Chabanel, CEO de Cerea Partners, «l'arrivée de nombreux types de fonds de dette, plus adaptés aux plans de développement d'une entreprise, avec d'importantes capacités d'investissement et des financements plus longs, a permis de couvrir beaucoup plus de situations et d'accompagner de vrais projets de croissance».

Toutefois, si «le métier de la dette privée est en forte croissance et s'accompagne de besoins de financements nouveaux», note François Lacoste, managing partner d'Idinvest Partners, celui-ci regrette que «toutes les entreprises ne profitent pas des mêmes types de financement : c'est un problème pour les PME-ETI, segment moins mature, qui voient des CLO toujours plus nombreux et les gros fonds de dettes s'orienter essentiellement vers les dossiers importants. Sur les petits dossiers, il y a peu d'alternatives au financement classique».

De son côté, Pierre Salzman, directeur général adjoint de

Avec (de gauche à droite et de haut en bas) **:**

- **Michel Chabanel,** chief executive officer, Cerea Partners
- **François Lacoste,** managing partner, Idinvest Partners
- **Pierre Salzman,** directeur général adjoint, Factofrance
- **Olivier Vermeulen,** Office Chair du bureau de Paris et en charge du département Finance, Paul Hastings
- **Thomas de Villeneuve,** directeur associé, Apax Partners

Table ronde animée par **Alexis Dupont,** directeur général, France Invest

FactoFrance, spécialiste de l'affacturage, constate que son marché a crû de 10 % par an sur la dernière décennie, et observe deux grandes tendances en France dans l'environnement LBO : «Grâce à une offre de crédit et d'affacturage plus développée, nous avons constaté une montée en puissance des montages déconsolidants, c'est-à-dire où la cession d'actif est réelle, ainsi qu'une internationalisation accrue, où les programmes de financement couvrent plusieurs pays.»

Enfin, Olivier Vermeulen, office chair du bureau de Paris et en charge du département finance chez Paul Hastings, explique que «les sources de financement ont évolué pour suivre les tendances du marché : des valorisations plus élevées ont été synonymes de financements de plus en plus importants. On a aussi vu l'offre s'adapter aux problématiques de levier : certains fonds ont commencé à proposer de nouveaux produits comme les financements first loss-second loss, et les financements unitranches ont affiché des lignes d'acquisition beaucoup plus importantes». ■

«Grâce à une offre de crédit et d'affacturage plus développée, nous avons constaté une montée en puissance des montages déconsolidants.»

Pierre Salzman, directeur général adjoint, Factofrance

«Les sources de financement ont évolué pour suivre les tendances du marché : des valorisations plus élevées ont été synonymes de financements de plus en plus importants.»

Olivier Vermeulen, Office Chair du bureau de Paris et en charge du département Finance, Paul Hastings

LBO en difficulté : les solutions de financement, les outils des fonds spécialisés, les acteurs du restructuring, l'accompagnement des managers lors des renégociations

Certaines restructurations ne se passent pas forcément comme on l'attend. Et avec l'arrivée de nouveaux acteurs du refinancement, des mesures au niveau européen étaient indispensables.

«On voit encore arriver des dossiers de LBO en restructuration depuis 10 ans, la faute à une erreur de diagnostic sur l'origine des difficultés», constate Frédéric Jouenne, associé chez Excelrise.

Pour Céline Domenget-Morin, restructuring partner chez Goodwin, la vraie difficulté des dossiers de restructuration est «de lever de l'argent frais, surtout pour les PME. Celles-ci n'ont guère d'autre choix que les financements bancaires. Beaucoup de dossiers nous reviennent après avoir poussé toutes les solutions de refinancement sur actifs. Or quand ils arrivent, il n'y a plus beaucoup d'actifs, donc plus beaucoup de leviers pour trouver de la new money. Si les acteurs du private equity ne mettent pas d'argent sur la table pour

Avec (de gauche à droite) :
- **Céline Domenget-Morin,** Restructuring Partner, Goodwin
- **André Le Tulzo,** Head of Restructuring, Factofrance
- **Frédéric Jouenne,** managing director, Excelrise
- **Clément TIRET,** rapporteur, CIRI

Table ronde animée par **Pascal Quiry,** co-auteur du Vernimmen, professeur, HEC Paris

accompagner leurs sociétés en portefeuille, on n'a pas de solution». Du côté de l'affacturage, André Le Tulzo, head of restructuring de FactoFrance, note que «le marché est largement occupé par des institutions financières filiales de banques, qui ont tendance à dériver vers les métiers de la banque. Et quand des difficultés non anticipées surviennent dans l'entreprise, cela provoque des crispations et des risques, et le dossier brûle les doigts de tout le monde».

Ces dernières années ont vu la multiplication des acteurs étrangers, notamment anglo-saxons, qui doivent s'acculturer aux pratiques françaises et aux restructurations, se heurtant souvent aux intérêts divergents des banquiers, actionnaires et dirigeants. Une harmonisation au niveau européen était donc nécessaire. Ce fut chose faite en juin 2019 avec la directive européenne sur l'insolvabilité. Clément Tiret, rapporteur au Ciri, explique que cette directive «impose aux Etats membres de mettre en place des systèmes pour dépasser une obstruction déraisonnable de l'actionnaire via leur constitution en classes, appelé mécanisme d'application forcée interclasse. Le juge, qui joue un rôle important en France, interviendra quant à lui pour acter les plans votés par les créanciers et s'assurer qu'ils reprennent un certain nombre de critères, notamment d'équité». ■

«Quand des difficultés non anticipées surviennent dans l'entreprise, cela provoque des crispations et des risques.»

André Le Tulzo, Head of Restructuring, Factofrance

LBO : Le couple fonds/managers : gouvernance, fonctionnement, management packages : les nouveautés… Comment concilier partage de valeur et exposition au risque

Pour les managers, l'arrivée d'un fonds au capital de la société peut poser un véritable défi de gouvernance.

«Vous ne faites pas un LBO pour gagner de l'argent, mais parce que c'est une aventure humaine, estime Cécile Rousset, directeur administratif et financier du groupe Utac Ceram. C'est un travail d'équipe et de collaboration avec le fonds, qu'il faut considérer comme un partenaire qui apporte son expérience, plutôt que comme une contrainte. Bien sûr il est aussi actionnaire : donc s'il adhère au projet du management et que le LBO est performant, il gardera l'équipe en place. Mais si la performance n'est pas là, il voudra changer d'équipe car c'est lui qui va perdre le plus d'argent.»

Claire Revol-Renie, avocate associée chez Scotto Partners, remarque que pour se prémunir d'une éventuelle ingérence, «certains managers demandent de mettre en place un co-contrôle juridique par écrit. Pour eux, c'est une sécurité psychologique, mais c'est quelque chose de difficile à justifier, surtout lorsque le

«Les multiples de valorisation ont un impact sur les management packages et sur les seuils de déclenchement d'incentives.»

Jacques-Henri Hacquin, associé fondateur, directeur général évolution et modélisation financière, NG Finance

fonds apporte 80 % du capital. On intègre alors une clause de sous-performance, qui stipule que si la performance est 15 % en dessous des prévisions du business plan, le co-contrôle tombe. Ainsi le management garde les clés de l'entreprise, et le fonds pourra reprendre la main si les choses tournent mal».

Pour Jean-Luc Izoard, directeur administratif et financier

Avec (de gauche à droite) :
- **Jacques-Henri Hacquin,** associé fondateur, directeur général évolution et modélisation financière, NG Finance
- **Jean-Luc Izoard,** directeur administratif et financier, Ellisphere
- **Cécile Rousset,** directeur financier Groupe, Utac Ceram
- **Claire Revol-Renie,** avocat-associé, Scotto Partners

Table ronde animée par **Susanne Liepmann, présidente,** Fiplus

d'Ellisphere, plusieurs éléments sont essentiels à la réussite d'un LBO : «Tout d'abord, il faut une certaine alchimie au sein du management. Leur séniorité, tant dans l'entreprise que dans les opérations de LBO, est également un facteur important. Ensuite, les managers doivent investir dans l'opération, car selon son type, les fonds peuvent être prépondérants dans la gouvernance. Enfin, s'entourer de bons conseillers est un autre élément clé : lorsque le management investit de façon significative, il prend de gros risques, aux côtés du fonds. Avec les conseillers, on peut alors essayer d'adoucir certains sujets de bas de courbe.»

Enfin, Jacques-Henri Hacquin, associé et fondateur de NG Finance, note que «les multiples de valorisation ont un impact sur les management packages et sur les seuils de déclenchement d'incentives». De plus, «les managers n'ont pas le même pouvoir de négociation, notamment sur les seuils, lors d'un LBO primaire que lors d'un LBO secondaire ou tertiaire.». ■

«Pour se prémunir d'une éventuelle ingérence, certains managers demandent de mettre en place un co-contrôle juridique par écrit.»

Claire Revol-Renie, avocat-associé, Scotto Partners

La fiscalité du capital-investissement

Avec (de gauche à droite) :
- **Laurent Borey,** avocat associé, Mayer Brown
- **Alexandre Guillemonat,** avocat associé, A7Tax
- **Christopher Lalloz,** avocat associé, Mayer Brown
- **Benoît Pauly,** avocat associé, A7Tax

Table ronde animée par **France Vassaux-d'Azemar de Fabregues,** directrice générale adjointe, France Invest

Les opérations de LBO impliquent des risques qui changent en fonction des acteurs, de l'environnement macroéconomique ou encore de la législation. La jurisprudence est parfois nécessaire pour trancher certaines questions.

Les principales évolutions des risques fiscaux, Alexandre Guillemonat, avocat associé chez A7tax, les résume ainsi : «Les LBO comportent une zone de risque relativement forte. D'une part, on a des opérations de dette senior qui sont indiscutables. Et d'autre part, en parallèle, on a souvent un prêt d'actionnaires qui, lui, est entre parties liées. Or la politique de la BCE a conduit à un abaissement très fort des taux de la dette senior, provoquant des écarts importants avec le taux des prêts d'actionnaires, qui sont difficiles à justifier.»

«Les LBO comportent une zone de risque relativement forte.»

Alexandre Guillemonat, avocat associé, A7Tax

Laurent Borey, avocat associé chez Mayer Brown, explique quant à lui les nouveaux principes du quantum : «Celui-ci se compose de trois taux permettant de plafonner la déductibilité de la dette : le taux de base permet de déduire les intérêts bancaires et charges d'intérêts pour un montant de 30 % de l'Ebitda fiscal ; le taux de pénalisation de 10 % se déclenche si, au cours du LBO, votre dette dépasse 1,5 fois vos fonds propres ; et le taux "booster" permet de déduire 75 % de la charge d'intérêt qui n'a pas été déduite avec la règle des 30 %. Cela signifie que, sur la

base des nouvelles règles anti-hybrides, on arrive à déduire plus qu'avec les anciennes règles.»
Une déduction fiscale qui s'applique aussi aux intérêts sur prêts d'actionnaires, «à hauteur d'un taux fiscal évoluant tous les trimestres», commente Christopher Lalloz, avocat associé chez Mayer Brown. «Mais si le taux est trop bas pour être déductible, poursuit-il, l'emprunteur doit démontrer qu'il aurait pu obtenir le même auprès d'un établissement financier. Cela donne lieu à des cas de jurisprudence : dans l'affaire Ambassador, la cour d'appel a reconnu sa pleine liberté pour apporter la preuve, mais a considéré que le marché obligataire n'était pas un comparable pertinent. Alors que dans l'affaire Wheelabrator, le tribunal administratif a réhabilité le marché obligataire. La jurisprudence ne suffit toutefois pas à clore les discussions avec l'administration fiscale.»

«Dans l'affaire Wheelabrator, le tribunal administratif a réhabilité le marché obligataire. La jurisprudence ne suffit toutefois pas à clore les discussions avec l'administration fiscale.»

Christopher Lalloz, avocat associé, Mayer Brown

Benoît Pauly, avocat associé chez A7tax, conclut en affirmant qu'«il importe aujourd'hui pour la jurisprudence administrative, notamment celle du Conseil d'Etat, de bien valoriser les instruments souscrits au début de l'opération, afin de défendre l'idée qu'il existe un risque d'actionnaires. C'est cette analyse que tient l'administration fiscale dans ses contrôles sur les packages, qui sont d'ailleurs de moins en moins nombreux». ■

Sorties de LBO : quelles bonnes pratiques ?

Avec (de gauche à droite) :
- **Benjamin Arm,** managing partner, Omnes Capital
- **Maxence Bloch,** associé au sein du groupe Private Equity et Office Chair du bureau de Paris, Goodwin
- **Philippe Salats,** chief financial officer, Photonis

Table ronde animée par **Pascal Quiry,** co-auteur du Vernimmen, professeur, HEC Paris

Les sorties de LBO sont souvent une période stratégique délicate dans la vie d'une entreprise. Si beaucoup d'entre elles enchaînent les LBO faute de trouver de meilleures solutions, d'autres pratiques existent. Encore faut-il s'y préparer au mieux. Mais comment faire ?
Pour Philipe Salats, CFO de Photonis, le premier conseil est de «s'assurer que l'on ne sera pas percuté par les problématiques de financement du groupe : chez Photonis, par exemple, nous nous sommes attelés au refinancement de la dette du groupe avant sa cession. Il faut aussi bien cadrer le business plan, l'"histoire" que l'on veut raconter aux potentiels acquéreurs, sans oublier l'ordonnancement-pilotage de l'aspect due diligence, et s'entourer de bons conseillers, que ce soit des banques d'affaires, des consultants, ou encore des conseils en management package.»
Benjamin Arm, managing partner chez Omnes Capital, estime qu'il faut se pencher sur la sortie de LBO dès l'entrée dans un deal : «Les fonds d'investissement ont une durée de vie limitée au sein d'une participation, explique-t-il ; il faut donc anticiper la sortie dès l'entrée. Cela reste bien entendu assez théorique, car beaucoup de choses se passent durant ce laps de temps. Mais il faut ouvrir la réflexion assez tôt avec les différents actionnaires et l'équipe de management pour déterminer ce que va être la sortie et où veut aller la société sur les cinq prochaines années. C'est un long processus, et en tant que fonds, le principal sujet est l'alignement avec le management : donc il ne faut pas hésiter à passer du temps à discuter avec lui sur sa volonté.»
Maxence Bloch, avocat associé chez Goodwin et spécialiste du private equity, confirme l'importance du management : «Le management tient un rôle clé, affirme-t-il. Il faut qu'il prépare la cession, qu'il travaille préalablement au refinancement, il est à la fois vendeur et souvent acheteur... Tout cela en continuant de faire tourner l'entreprise. Lorsque tout se passe bien avec le management, on décide en amont d'une sortie plutôt industrielle, plutôt LBO, on fixe ou non un prix de réserve. Mais il faut aussi que le fonds aligne sa stratégie le plus tôt possible pour que cela se passe correctement. C'est une conception très française du rôle du management : pour les fonds anglo-saxons, celui-ci n'est qu'un accessoire dans la négociation.». ■

«Pour les fonds anglo-saxons, le management n'est qu'un accessoire dans la négociation.»

Maxence Bloch, associé au sein du groupe Private Equity et Office Chair du bureau de Paris, Goodwin

Merci à tous les participants

Alexandre Mars, founder & CEO, EPIC

Emilie Bobin, associée au sein du département développement durable, PwC France

Philippe Audouin, directeur général finance, Eurazeo

Philippe Detours, general partner, Demeter

Grine Lahreche, avocat associé, Hoche avocats

Fanny Picard, associée fondatrice, Alter Equity

Jacques Simon, directeur d'investissements, Idia Capital Investissement

Henry Saint Bris, président, ANSA

Michel Chabanel, chief executive officer, Cerea Partners

François Lacoste, managing partner, Idinvest Partners

Pierre Salzman, directeur général adjoint, Factofrance

Alexis Dupont, directeur général, France Invest

Thomas de Villeneuve, directeur associé, Apax Partners

Olivier Vermeulen, Office Chair du bureau de Paris et en charge du département Finance, Paul Hastings

Céline Domenget-Morin, Restructuring Partner, Goodwin

André Le Tulzo, Head of Restructuring, Factofrance

Frédéric Jouenne, managing director, Excelrise

Clément TIRET, rapporteur, CIRI

Jacques-Henri Hacquin, associé fondateur, directeur général évolution et modélisation financière, NG Finance

Jean-Luc Izoard, directeur administratif et financier, Ellisphere

Cécile Rousset, directeur financier Groupe, Utac Ceram

Claire Revol-Renie, avocat-associé, Scotto Partners

Susanne Liepmann, présidente, Fiplus

Laurent Borey, avocat associé, Mayer Brown

Alexandre Guillemonat, avocat associé, A7Tax

Christopher Lalloz, avocat associé, Mayer Brown

Benoît Pauly, avocat associé, A7Tax

France Vassaux-d'Azemar de Fabregues, directrice générale adjointe, France Invest

Benjamin Arm, managing partner, Omnes Capital

Maxence Bloch, associé au sein du groupe Private Equity et Office Chair du bureau de Paris, Goodwin

Philippe Salats, chief financial officer, Photonis

Pascal Quiry, co-auteur du Vernimmen, professeur, HEC Paris

A contribué à ce cahier spécial : **Guillaume Allier** - Photos : **Christopher Salgadinho**