

Option Finance
LES DIRECTS

LES RENCONTRES
PRIVATE
EQUITY

Option
AVEC DROIT & AFFAIRES



 GOODWIN


pwc

SIPAREX
/ Groupe

STEPHENSON
HARWOOD

 TIKEHAU
CAPITAL

 ABF
Association Française
des Banquiers Parisiens

 afg
Association Française
des Gestionnaires Financiers

 Phi+
www.phip+.com

France
Invest
www.franceinvest.com

HEC
PARIS
ALUMNI 

VERNIMMEN.NET

DOSSIER SPÉCIAL

LES RENCONTRES PRIVATE EQUITY

INTRODUCTION



Nicolas Dufourcq,
directeur général,
Bpifrance

Alors que les professionnels craignaient un arrêt total des levées de fonds au début de la crise sanitaire, le private equity français s'est montré particulièrement résilient. Pour preuve, Bpifrance a investi en 2020 1,226 milliard d'euros en fonds de fonds, et affirme que les valorisations ont été de manière générale bien meilleures que prévu. C'est dans ce contexte qu'a été lancé le nouveau fonds Bpifrance Entreprises 1, un FCPR à destination des investisseurs particuliers. De quoi permettre de démocratiser cette classe d'actifs auprès du grand public ? « Nous souhaitons rendre le capital-investissement beaucoup plus accessible aux Français. Le temps de la démocratisation du private equity est venu », a en tout cas déclaré Nicolas Dufourcq, directeur général de Bpifrance, en ouverture de la 5^e édition des Rencontres Private Equity d'Option Finance le 2 mars dernier.

ÉPISODE 1



Gestion de la crise du Covid-19 : solutions de financement, outils des fonds spécialisés et acteurs du restructuring

Si la crise sanitaire et les confinements successifs ont lourdement impacté les entreprises françaises, celles-ci ont néanmoins pu compter sur les nombreux dispositifs gouvernementaux pour garder la tête hors de l'eau. L'après s'annonce en revanche plus compliqué, et les acteurs du capital-investissement s'attendent notamment à un afflux de restructurations bilantielles et de dossiers en renforcement de fonds propres.

Face au contexte actuel, le soutien aux entreprises est de mise afin de les aider à passer le cap. Celui apporté par les sociétés de private equity en pleine crise du Covid-19 a été à la fois financier et non financier. « Les fonds ont été très actifs et ont apporté un véritable support dans la compréhension de la situation sanitaire et des dispositifs mis en place, ainsi qu'une forme de soutien psychologique, affirme Louis Godron, associé Europe du fonds Argos Wityu. La crise a mis en exergue tout l'apport non financier du capital-inves-

tissement, et donné ses lettres de noblesse à notre métier en démontrant nos capacités de soutien extra-financier. » Les mesures gouvernementales – prêts garantis par l'Etat (PGE), gel d'échéances bancaires, chômage partiel, etc. – ont fait le reste. « Le gouverne-

ment a tout de suite gelé ce qui pouvait l'être, notamment via le dispositif d'activité partielle. Mais l'outil le plus efficace a certainement été le PGE ; plus de 130 milliards d'euros ont été souscrits en 2020 dans ce cadre », détaille Louis Albisson, secrétaire général

adjoint du Comité interministériel de restructuration industrielle (CIRI), qui parle d'un doublement des nouveaux dossiers traités par le CIRI ; plus de 70 entreprises l'ont saisi en 2020, représentant plus de 100 000 emplois essentiellement dans les secteurs



« Les fonds ont été très actifs et ont apporté un véritable support dans la compréhension de la situation sanitaire et des dispositifs mis en place. »

Louis Godron, associé Europe du fonds Argos Wityu



« 2021 sera indéniablement l'année des restructurations bilantielles et des injections en private equity pour permettre aux entreprises de rebondir. »

Céline Domenget-Morin, associée en restructuring, Goodwin

de l'industrie, des services, de l'agroalimentaire et de l'immobilier. « Aujourd'hui, nous sommes dans une logique

de relance, et le besoin de travailler avec les acteurs du private equity dans ce cadre est plus que jamais présent », affirme Louis Albisson.

Préparer la suite

De manière générale, les acteurs du capital-investissement saluent l'utilité de ces mécanismes en 2020. « La situation des entreprises françaises a été plutôt enviable par leurs concurrentes à l'étranger, car elles ont été très soutenues par le gouvernement, souligne Louis Godron. Mais certaines banques ont parfois fait du PGE un produit de lutte anticoncurrentielle, en le refusant à certaines entreprises qui avaient choisi de se financer par des fonds de dette. » Beaucoup d'entreprises étant encore impactées par la crise (hôtellerie, restauration, transport aérien, loisirs...), les spécialistes s'attendent toutefois cette année à davantage de



« Aujourd'hui, nous sommes dans une logique de relance, et le besoin de travailler avec les acteurs du private equity dans ce cadre est plus que jamais présent. »

Louis Albisson, secrétaire général adjoint, Comité interministériel de restructuration industrielle (CIRI)

dossiers en renforcement de fonds propres, et de nouveaux dispositifs visant à apporter des capitaux plus permanents que le PGE devraient faire leur apparition. « Pour accompagner la relance et répondre à la crise de solvabilité des entreprises que l'on appréhende en 2021, des prêts participatifs soutenus par l'Etat vont être mis en place, avec une enveloppe de plus de 20 milliards d'euros », annonce Louis Albisson. Mais pour l'heure, l'incertitude quant à une possible date de

reprise des activités règne et impacte les valorisations. « On met actuellement des sparadraps sur les sociétés encore touchées par la crise, mais on ne sait pas pour combien de temps, comment Céline Domenget-Morin, associée en restructuring au sein du cabinet Goodwin. 2021 sera indéniablement l'année des restructurations bilantielles et des injections en private equity pour permettre à ces entreprises de rebondir. » L'avenir dira si cela aura été suffisant... ●

ÉPISODE 2



Mécanismes de détermination du prix : comment les fonds s'adaptent-ils au nouvel environnement induit par la crise ?

Le monde d'avant est-il définitivement révolu pour les opérations de private equity ? Les mécanismes d'ajustement de prix qui reviennent actuellement sur le devant de la scène et rebattent les cartes des négociations, à l'instar du « locked box », peuvent le laisser croire. Pour les fonds, l'heure est donc à l'adaptation.

Après le temps de l'accompagnement des entreprises, en 2020, vient cette année celui de la reprise pour les acteurs du capital-investissement. Une reprise toutefois « principalement fléchée vers certains actifs » selon Pierre Meignen, managing director d'Eurazéo PME, ainsi que sur des acteurs résilients qui évoluent dans des secteurs plutôt protégés tels que la technologie ou les services à l'industrie. Le marché reste

donc compétitif et, dans l'ensemble, les mécanismes en matière d'ajustement de prix restent les mêmes que lors de la crise financière de 2008. « La principale différence réside

dans l'ampleur des enjeux de transformation, assure Lionel Gouget, ancien directeur financier. On est actuellement sur une crise beaucoup plus transformante, avec un impact

très fort sur les habitudes de consommation et la manière de travailler, et beaucoup de business models volent en éclats. » La crise étant cette fois-ci sanitaire, l'aléa réglementaire



« La reprise sera principalement fléchée vers certains actifs uniquement. »

Pierre Meignen, managing director, Eurazéo PME



« Comparée à la crise financière de 2008, la principale différence de la crise actuelle réside dans l'ampleur des enjeux de transformation. »

Lionel Guouet,
ancien directeur financier

est également plus important. « Cela incite toutes les parties à une prudence accrue dans le cadre des due diligences et des garanties qui peuvent être demandées par les vendeurs, commente Guillaume Briant, associé en corporate chez Stephenson Harwood. En ce qui concerne les mécanismes d'ajustement de dette nette ou de BFR, c'est assez compliqué

actuellement car les entreprises sont confrontées à des délais de paiement. » D'où un recours accru au mécanisme de « locked box », qui permet d'avoir un prix fixe et offre ainsi plus de prévisibilité au vendeur. « Nous avons récemment fait l'objet de deux acquisitions successives et dans les deux cas, nous avons eu recours au "locked box", témoigne Philippe Salats, CFO de l'entreprise Photonis. La deuxième fois, lors de la finalisation du prix de l'equity, davantage d'attention a été portée sur la normalisation du BFR, et en particulier sur l'impact de la Covid-19. »

Besoin de protection

Pour Pierre Meignen, 2020 aura été marquée par une grande solidarité des acteurs du private equity autour de ces sujets de financement. « Il y a tout de même un travail à effectuer pour s'assurer de bien comprendre le bilan des actifs que l'on regarde. Par ailleurs, en 2021 se posera la question de ce que l'on fait du PGE : doit-on le rembourser, le transformer dans un prêt moyen terme ou décaler la discussion à la sortie de crise ? Pour l'instant, le flou règne. » En attendant de retrouver davantage de visi-



« L'aléa réglementaire incite toutes les parties à une prudence accrue dans les due diligences et les garanties demandées par les vendeurs. »

Guillaume Briant, associé en corporate,
Stephenson Harwood LLP

bilité, Guillaume Briant note actuellement un recours accru aux clauses d'earn-out. « L'acquéreur a besoin de protection et veut avoir son mot à dire sur les décisions importantes qui concernent l'actif qu'il est en train d'acheter, et souhaite limiter les risques d'immixtion au cas où la transaction ne se ferait pas », explique l'avocat, qui s'attend également à un impact du renforcement des contrôles des investissements étrangers sur le calendrier des

transactions, ainsi que sur les valorisations. « Cela s'est renforcé lors du premier confinement avec l'ajout des biotechs dans les secteurs soumis à contrôle, et suite à l'opposition du gouvernement au rachat de Carrefour », illustre-t-il. Cela dissuadera-t-il certains fonds de private equity d'investir, de peur de ne plus pouvoir ensuite revendre leur part à des investisseurs étrangers ? Affaire à suivre. ●



« Nous avons récemment fait l'objet de deux acquisitions successives et dans les deux cas, nous avons eu recours au "locked box". »

Philippe Salats, CF, Photonis



2021 : année de la finance durable

L'éveil des consciences face à l'urgence climatique impacte également le capital-investissement. **Emilie Bobin, associée chez PwC**, évoque ainsi l'émergence d'une « finance durable ». Les démarches ESG deviennent de plus en plus stratégiques ; 30 % des acteurs du capital-investissement français souhaitent désormais l'intégrer systématiquement dans les due diligences commerciales et

stratégiques. « Il y a eu une accélération des enjeux ESG avec la crise sanitaire, commente Emilie Bobin. C'est véritablement vu comme un élément de résilience et d'absorption des chocs. » Une évolution qui s'observe jusque dans les directions financières des grands groupes, mais aussi dans les opérations de financement, dans lesquelles lier les taux d'emprunts à des critères ESG devient une norme. Ce changement de paradigme apparaît clairement dans la nouvelle étude internationale de PwC sur l'investissement responsable des

fonds de private equity : en France, 85 % des acteurs du capital-investissement disent avoir déjà mis en œuvre (ou prévoient de mettre en œuvre au cours de la prochaine année) des actions concrètes pour prendre en charge la question des risques et opportunités liés aux changements climatiques, mais aussi pour suivre l'empreinte carbone de leurs investissements (83 %) et adopter une stratégie de neutralité carbone (63 %). La croissance verte appelée de ses vœux par Bruno Le Maire est bel et bien en route...

ÉPISODE 3

L'attrait des investisseurs pour le non-coté plus fort que jamais, malgré la Covid...

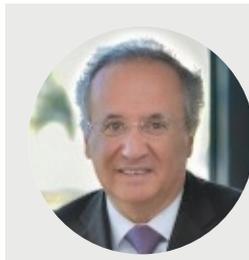
La crise sanitaire n'aura pas mis de frein à l'intérêt des investisseurs pour le private equity. Lequel surclasse largement toutes les autres classes d'actifs sur la durée, notamment grâce à la persistance des taux bas. Explications.

Depuis plus de 20 ans, le private equity connaît un attrait croissant auprès des institutionnels, et sa part dans le portefeuille des fonds de pension mondiaux n'a fait qu'augmenter. La crise sanitaire n'a fait qu'accélérer cette tendance. « Il y a un véritable intérêt de cette classe d'actifs malgré les difficultés liées à la crise, affirme Alexis Dupont, directeur général de France Invest. Au premier semestre 2020, près de 8 milliards d'euros ont été levés, soit presque autant que sur toute l'année 2013. » En dehors des taux bas et de la recherche de rendement, cet appétit des investisseurs pour le capital-investissement



« En termes de création de valeur, le private equity est un pourvoyeur d'investissements et un accélérateur de maturité managériale. »

Charles Bertrand,
CFO, Horizon Software



« Il y a un attrait de plus en plus fort des personnes physiques et des family offices. »

Eddie Misrahi, président,
Apax Partners

s'explique par différents biais. « Dans un contexte de plan de relance, beaucoup de capitaux sont fléchés par les institutionnels vers le private equity, souligne Nicolas Eschermann, membre du comité exécutif de Siparex. Par ailleurs, les investisseurs ont une attente toujours plus forte d'impact sociétal et environnemental de l'argent qui a été investi. » Pour Eddie Misrahi, président d'Apax Partners, le private equity se montre bien plus résilient que les autres classes d'actifs. « Il y a en outre un attrait de plus en plus fort des personnes physiques et des family offices, qui gagnent du terrain dans les levées de fonds », observe-t-il.

Faire la différence

Selon Charles Bertrand, CFO chez Horizon Software, l'attrait grandissant pour le non-coté est une véritable aubaine pour les dirigeants, mais crée aussi certaines attentes par rapport aux fonds. « Ils doivent maintenant se différencier par leur disponibilité, la qualité de leur réseau international et leur capacité à réinvestir au moment opportun. Mais le plus important actuellement est d'être accompagné

de création de valeur, le private equity est un pourvoyeur d'investissements et un accélérateur de maturité managériale. Cela révèle un ancrage dans l'économie réelle et offre du temps aux entreprises pour croître. En revanche, tâchons de ne pas tuer la poule aux œufs d'or », conclut Charles Bertrand. ●



« Les investisseurs ont une attente toujours plus forte d'impact sociétal et environnemental de l'argent qui a été investi. »

Nicolas Eschermann,
membre du comité exécutif, Siparex

par un fonds avec des équipes chevronnées et déjà rompues aux crises », détaille-t-il. Afin d'éviter tout risque pour les investisseurs, le maître-mot est la diversification du portefeuille. « La surenchère des deals et les valorisations très élevées peuvent en outre créer une bulle dopée par le "quoi qu'il en coûte", ajoute Charles Bertrand. Comme le marché est très attractif, on assiste par ailleurs à un carrousel de fonds qui ne cesse d'enfler. Cela peut disperser les équipes managériales et de private equity. » Quoi qu'il en soit, l'heure est à la transformation et à l'innovation. Le développement des fonds secondaires mais aussi la démocratisation du private equity, au travers notamment de la création du nouveau fonds de Bpifrance, en sont la preuve. « En termes



« Au premier semestre 2020, près de 8 milliards d'euros ont été levés, soit presque autant que sur toute l'année 2013. »

Alexis Dupont, directeur général, France Invest

Résilience du private equity : une industrie du capital-investissement portée par les énergies renouvelables, la santé et la tech

Après la crise financière de 2008, la crise sanitaire actuelle est un autre choc économique à absorber pour le secteur du capital-investissement. Dans ce contexte oppressant, et aidé notamment par la prise de conscience environnementale, le marché du private equity reste toutefois résilient et peut compter sur des investissements dans les secteurs porteurs que sont la santé, le numérique, et surtout les énergies renouvelables. De quoi aider à préparer l'avenir plus sereinement...

Malgré un contexte économique particulièrement tendu, le marché du private equity fait preuve d'une grande résilience. La raison de cette résistance se trouve en partie dans les récents investissements dans des secteurs d'avenir tels que la santé, les énergies renouvelables et le numérique. Trois domaines sur lesquels a notamment mis Eurazeo au travers de la création de divers véhicules, comme le révèle son senior managing partner Christophe Bavière, également président du directoire d'Idinvest Partners : « Nous sommes impliqués dans une stratégie ESG depuis un certain temps. Le groupe vient entre autres d'adopter une politique 0+ en vue d'atteindre une neutralité carbone d'ici 2040, ainsi que pour promouvoir une société plus inclusive. » La société GreenYellow, qui se décrit comme un catalyseur de transition énergétique au sein des entreprises et des collectivités, fait pour sa part appel au



« Le groupe vise à atteindre une neutralité carbone d'ici 2040, ainsi qu'à promouvoir une société plus inclusive. »

Christophe Bavière, sponsor de la commission capital-investissement de l'AFG et CEO d'Idinvest Partners

private equity pour l'accompagner dans tous ses investissements. « L'année 2020 a été très porteuse pour la transition écologique. Il y a eu un véritable électrochoc, assure son CEO, Otmane Hajji. Chez GreenYellow, l'ensemble des actifs qui étaient en exploitation ont eu un taux de disponibilité de 99 % pendant la crise. L'urgence climatique a dépassé la sphère publique et politique pour s'inviter au sein même des entreprises. Nous ne comptons plus les projets en Colombie, en Asie... Il y a une réelle prise de conscience des entreprises sur ce sujet. »

Créer les champions de demain

Grâce notamment aux savoir-faire développés et à une prise de conscience des investisseurs, le capital-investissement s'est ainsi imposé comme le mieux à même d'accompagner les entreprises à travers les crises successives et les changements de paradigmes. « Dans ces moments-là, les sociétés ont plus que jamais besoin de fonds propres, et le private equity a démontré qu'il était capable de les apporter. Cela explique sa résilience face, par exemple, à la volatilité de la Bourse et aux augmentations de capital, analyse Emmanuel Laillier, head of private equity chez Tikehau Capital. Tout est histoire d'opportunités ; dans ce cadre, la transition énergétique en est une. Toutes les supply chains vont devoir migrer vers un monde qui consomme moins de CO₂ et qui est plus conscient de ses actes. » Une transition qui apparaît comme une véritable chance à l'échelle européenne, la France

ayant désormais une fenêtre de tir pour exporter son savoir-faire à l'étranger, comme avec les panneaux photovoltaïques. « Nous pouvons créer des champions européens de la transition énergétique, confirme Emmanuel Laillier. Mais il faut les construire aujourd'hui, en les finançant avec des fonds propres. » Un avis partagé par Christophe Bavière : « Aujourd'hui, l'industrie du private equity en Europe a l'opportunité d'être véritablement visible sur ces sujets. Les acteurs français, notamment, peuvent devenir les porte-drapeaux de ces thématiques résilientes. » De quoi donner des idées... ●



« Les sociétés ont plus que jamais besoin de fonds propres, et le private equity a démontré qu'il était capable de les apporter. »

Emmanuel Laillier, head of private equity, Tikehau Capital



« L'urgence climatique a dépassé la sphère publique et politique pour s'inviter au sein même des entreprises. »

Otmane Hajji, CEO, GreenYellow

ÉPISODE 5

Fiscalité et capital-investissement : la crise, une période fiscalement protégée ?

Suspension des contrôles fiscaux, baisse du taux de l'IS, report des paiements de l'impôt sur les sociétés... Face à l'incertitude générale engendrée par la crise sanitaire, certaines règles fiscales ont été assouplies pour aider les entreprises à mieux traverser cette période. Retour sur l'impact de ces décisions sur les opérations de capital-investissement.

La pandémie de Covid-19 aura rebattu toutes les cartes, tous secteurs confondus, nécessitant une certaine adaptabilité des entreprises et des acteurs du private equity. Mais si « le volume des transactions a été défavorablement impacté », comme le souligne l'associé fiscaliste de Stephenson Harwood Olivier Couraud, les conséquences de la crise ont été moins graves que prévu. « Nous avons pu observer l'émergence de secteurs qui ont suscité l'appétit des investisseurs, comme l'éducation, la santé ou encore les services à la personne, détaille l'avocat. Mais à l'inverse, nous avons également subi les conséquences de la mise en berne d'un certain nombre de secteurs tels que l'industrie aéronautique. » Côté entreprises, les opérations initiées avant le début de la crise sanitaire se sont poursuivies malgré les retards. « En revanche, nous

n'avons pas lancé de nouvelle opération significative, précise Laurence Jaton, directeur fiscal groupe d'Engie. Aujourd'hui, même si la distance demeure, nous travaillons à peu près comme avant, et nous avons par exemple beaucoup recours à la signature électronique. » La mise en place d'une certaine protection fiscale pendant la crise sanitaire n'aura pas été étrangère à la continuité de ces transactions. Diminution de la cotisation sur la valeur ajoutée des entreprises, régimes d'exonération des plus-values long terme ou encore baisse du taux de l'IS, les mesures ont été diverses. « Elles ont principalement visé les entreprises afin de les aider à préserver leur activité et leur trésorerie, et ont permis à l'industrie du capital-investissement de se maintenir, confirme Laurence Jaton. Par ailleurs, de mars à juin dernier, aucun nouveau contrôle ni contentieux n'a été



« Les mesures gouvernementales ont aidé les entreprises à préserver leur activité et ont permis à l'industrie du capital-investissement de se maintenir. »

Laurence Jaton, directeur fiscal groupe, Engie et membre de l'A3F

initié au sein des sociétés. Les administrations ont fait preuve de beaucoup de flexibilité. »

Impact jurisprudentiel

Grâce à la prise en compte adaptée du gouvernement de ces problématiques, et à l'effort du législateur en vue de diminuer la pression fiscale sur les entreprises, les acteurs du private equity ont pu indirectement maintenir leurs activités. Les différentes décisions de jurisprudence prises au cours des dernières années ont également laissé leur empreinte sur cette période, notamment avec la prise en compte de l'impact de circonstances sur les valorisations et la notion d'apport d'actif à prix minoré. « On assiste depuis deux à trois ans à l'émergence d'un nouveau courant jurisprudentiel qui tend à remettre en cause les valorisations retenues dans

le cadre d'apports en société, commente Olivier Couraud. La jurisprudence est désormais relativement fournie ; pas moins de cinq arrêts ont été rendus sur ce sujet au cours des dernières années. » Les arrêts CERES et Elior en sont un exemple. « Ces différentes décisions viennent démontrer que la prudence reste de mise dans les opérations d'apport, et dans la façon dont on les valorise », résume l'associé, lequel pointe par ailleurs une « administration très agressive » sur la question de la déductibilité des intérêts... « Elle s'attend aujourd'hui à ce que l'on produise une documentation prix de transfert. Or, ce n'est pas ce qui avait été imaginé au départ. Ma recommandation est donc de faire établir une étude par des spécialistes du prix de transfert sur ce sujet-là. » A bon entendeur... ●



« La prudence reste de mise dans les opérations d'apport, et dans la façon dont on les valorise. »

Olivier Couraud, associé fiscaliste, Stephenson Harwood LLP

Rendez-vous en 2022

Adeline Fequant 01 53 63 55 86 • Email : adeline.fequant@optionfinance.fr

Merci à nos intervenants



Nicolas Dufourcq, directeur général, Bpifrance



France Vassaux, directrice générale adjointe, France Invest



Louis Godron, associé Europe du fonds Argos Wityu



Céline Domenget-Morin, associée en restructuring, Goodwin



Louis Albisson, secrétaire général adjoint du Comité interministériel de restructuration industrielle (CIRI)



Pierre Meignen, managing director, Eurazeo PME



Guillaume-Olivier Doré, directeur de la publication, SAY - Intelligences Économiques



Lionel Gouget, ancien directeur financier



Guillaume Briant, associé en corporate, Stephenson Harwood LLP



Philippe Salats, CFO, Photonis



Emilie Bobin, associée, PwC



Eddie Misrahi, président, Apax Partners



Nicolas Eschermann, membre du comité exécutif, Siparex



Alexis Dupont, directeur général, France Invest



Charles Bertrand, CFO, Horizon Software



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



Christophe Bavière, sponsor de la commission capital-investissement, AFG et CEO, Idinvest Partners



Emmanuel Laillier, head of private equity, Tikehau Capital



Otmane Hajji, CEO, GreenYellow



Henry Saint Bris, président, Ansa Services



Olivier Couraud, associé fiscaliste, Stephenson Harwood LLP



Laurence Jaton, directeur fiscal groupe, Engie et membre de l'A3F



Emmanuelle Deglaire, professeur associé en droit et fiscalité, Edhec Business School