

Les tables rondes d'Option Droit & Affaires

Quelles perspectives pour le marché du private equity en 2024 ?



De gauche à droite :

Noëlla de Bermingham, présidente de la commission Sustainability, France Invest & directrice RSE, Andera Partners

Marie Pouget, associée, Racine

Baudouin d'Hérouville, partner, head of midcap (Tomorrow Fund), Initiative & Finance

Diana Hund, associée, McDermott Will & Emery

Thomas Boulman, partner, head of LBO mid cap, LBO France

Olivier Aubouin, associé, Mayer Brown

Pierre du Passage, partner, RIVE Private Investment

Long Nguyen, group CFO, TSG Solutions Holding

Caroline Basdevant-Soulié, associée, Oyat Avocats

Julien Rebibo, associé, Freshfields Bruckhaus Deringer

Olivier Deren, associé, Paul Hastings

Baudouin d'Hérouville, partner, head of midcap (Tomorrow Fund), Initiative & Finance

Le bilan est très différent selon que l'on se situe sur le segment du small, du mid ou du large cap et en fonction de la nature des entreprises. Le segment du lower mid cap est resté très dynamique car il y a du financement bancaire, que cela soit en province ou à Paris. Nous constatons notamment que les banques régionales sont très enclines à soutenir les ETI de leurs territoires, et ce dans des conditions financières assez attractives. Par ailleurs, il y a beaucoup d'opérations primaires. La crise Covid a montré à certaines entreprises familiales qu'il était sans doute préférable de ne pas être « seules » en période difficile, qu'avoir un ou des partenaires financiers permet de mieux appréhender les risques et de faire face à des situations complexes et enfin, que faire rentrer un fonds d'investissement dans son capital est probablement pertinent dans une logique patrimoniale. S'associer à un fonds d'investissement, et le faire entrer dans la gouvernance de l'entreprise, c'est aussi pouvoir aborder avec plus de confort des enjeux comme l'internationalisation de l'activité ou la mise en œuvre opérationnelle des grands thèmes environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG). Le deal flow a été assez abondant sur le premier semestre 2023, a connu un ralentissement en septembre dernier, mais il repart sur cette fin d'année. Le private equity est en effet devenu un métier très saisonnalisé. Je pense que 2024 sera une année présentant des opportunités intéressantes mais que l'on constatera bien sûr des différences en fonction des secteurs d'activité.

Après l'euphorique période post-Covid, le marché du private equity doit désormais composer avec un contexte géopolitique incertain, une inflation galopante et des taux d'intérêt en hausse. De quoi fortement impacter le rythme des opérations et leur taille, ainsi que les modalités des process, voire leur issue. Zoom sur les conditions de marché des 12 derniers mois, mais également sur les perspectives 2024.

Pierre du Passage, partner, RIVE Private Investment

Nous constatons que le financement est toujours présent mais que le renchérissement de son coût offre de belles opportunités pour les stratégies du capital développement. C'est particulièrement vrai dans certains secteurs comme ceux de la transition énergétique dont la croissance est tirée par l'urgence climatique et les ambitions européennes de réduction des émissions de gaz à effet de serre. Le développement de nos futurs champions de la transition énergétique nécessite donc plus de fonds propres en substitution de la dette.

Quels facteurs macroéconomiques ont impacté le marché ?**Thomas Boulman, partner, head of LBO mid cap, LBO France**

En premier lieu, l'inflation bien sûr. La plupart des sociétés avaient passé des augmentations de prix en 2022 pour compenser leurs hausses de coûts, notamment en BtoB. Mais en bout de chaîne, il y a toujours un consommateur final, et donc en 2023 le sujet a été de savoir si la répercussion de ces hausses de prix sur le pouvoir d'achat freinerait les volumes, y compris en BtoB. Ensuite, deuxième grand phénomène de l'année 2023, l'industrie occidentale dans son ensemble a été marquée par un déstockage massif sous l'effet de la reprise économique en Chine post-Covid qui a soudainement réduit les très longs délais d'approvisionnement auxquels les acteurs économiques s'étaient habitués depuis trois ans en augmentant leurs stocks. Au global, 2023 a donc été une année compliquée, mais les surstocks sont désormais résorbés et les hausses de prix sont derrière nous. Concernant 2024, nous pouvons donc être plus optimistes.

Une contraction des deals**Olivier Deren, associé, Paul Hastings**

Contrairement à ce qu'indique Baudouin, je ne suis pas certain que l'année 2023 ait été si réjouissante. Je pense, bien que cette dernière n'ait été en rien comparable à 2008 où les financements s'étaient taris pendant une période assez longue, que nous avons tous constaté une contraction du nombre d'opérations, sauf peut-être effectivement sur les segments des opérations de plus petite taille. Nous avons connu un marché surtout actif par les build-up et très discriminant entre les premium assets qui se vendent facilement et les actifs de qualité moyenne pour lesquels les transactions ont été plus complexes en raison d'un non-alignement entre les attentes des vendeurs et les prix offerts par les bidders. Ceci dit, la classe d'actifs private equity est probablement la plus performante parmi les différentes classes d'actifs (equity capital market, debt capital market, real estate). La complexité réside toutefois dans le fait que les règles d'allocation auxquelles sont soumis certains LP surpondèrent la classe private equity dans leur allocation entre les différentes classes d'actifs, notamment compte tenu de l'ajustement des valorisations en cours sur le marché immobilier et de l'impact de la hausse des taux sur la valorisation de certains produits de dette souscrits sur le marché au cours des dernières années. Certains LP qui aimeraient bien investir dans le private equity risquent en conséquence de différer leurs investissements dans cette classe d'actifs. Ceci pourrait être compensé, en termes de montants investis dans l'industrie du private equity, par le



« 2023 a été une année très différente des deux dernières avec des process plus longs et difficiles, mais certains secteurs sont restés tout aussi actifs et compétitifs. »

Diana Hund, associée,
McDermott Will & Emery

« C'est probablement la première fois de ma carrière que je vois se multiplier des deals à la vente qui n'ont pas abouti, faute d'offre au prix attendu ou même faute d'acquéreur. »

Olivier Aubouin, associé,
Mayer Brown



développement qui peut être anticipé des fonds dits « retail ». Cela ne sera toutefois pas sans impact sur l'activité transactionnelle car ces fonds ne rechercheront pas nécessairement les mêmes performances. Ainsi, l'émergence de ces nouveaux fonds retail pourrait accentuer le phénomène constaté au cours des derniers mois d'un non-alignement entre vendeurs et acquéreurs sur la valorisation des actifs, en particulier lorsque ceux-ci ont été acquis au plus haut du marché. Les acteurs du private equity sont donc selon moi dans une situation complexe où le paradigme de leur industrie est en train de changer, ce qui rend les choses plus délicates à appréhender. 2024 nous dira ce qu'il en sera.

Certains secteurs tirent leur épingle du jeu**Diana Hund, associée, McDermott Will & Emery**

Je serais, quant à moi, plus positive. 2023 a été une année très différente des deux dernières avec des process plus longs et difficiles, mais certains secteurs sont restés tout aussi actifs et compétitifs. En effet, la santé continue encore à tirer son épingle du jeu (plateformes de santé, médicaments, logiciels de santé, etc.) et ce, malgré un environnement réglementaire prégnant. D'autres secteurs comme le tourisme, les cosmétiques et le luxe, notamment les actifs portés par une empreinte marque forte, continuent d'attirer fortement les investisseurs. Nous observons également une distorsion de marché entre la taille des actifs selon les secteurs. La fin 2023 a été marquée par une activité très soutenue qui semble se poursuivre pour le début d'année 2024.

Marie Pouget, associée, Racine

Il faut ajouter la transition énergétique : décarbonation de la mobilité et des processus industriels et rénovation énergétique des bâtiments. Il y a aussi l'éducation, secteur très résilient, les EdTechs et également la santé : healthcare, medTechs, bioTechs et digitalisation du secteur.

Caroline Basdevant-Soulié, associée, Oyat Avocats

Il y a aussi la sécurité informatique avec le développement de l'intelligence artificielle (IA) dans tous les domaines y compris le droit. La consolidation dans ce secteur est importante.

Olivier Aubouin, associé, Mayer Brown

En 2023, on a rarement vu un private equity côté vendeurs aussi fragile. Auparavant, côté vendeurs, nous étions quasiment sûrs d'aller au bout du deal, nous n'envisagions pas l'échec. Si nous mettons à part les secteurs dont nous venons de parler, c'est probablement la première fois de ma carrière que je vois se multiplier des deals à la vente qui n'ont pas abouti, faute d'offre au prix attendu ou même faute d'acquéreur. Et nous ne parlons pas seulement d'actifs sinistrés, mais aussi d'actifs qui, il y a quelques années, voire quelques mois, auraient eu beaucoup de succès. Nous avons observé également le développement des fonds de continuation en alternative. La vraie évolution, un peu inquiétante, est que ces phénomènes concernent des actifs qui sont sains avec de belles performances, certes un peu trop industriels ou liés à des secteurs fragiles ou peu attractifs, mais loin d'être en retournement et parfois déjà sous LBO.

La prise en compte des enjeux ESG

Noëlla de Bermingham, présidente de la commission sustainability, France Invest & directrice RSE, Andera Partners

Je voudrais rebondir sur le sujet du ralentissement des deals. A mon niveau, j'observe surtout une explosion des deals qui ne vont pas jusqu'au bout pour des raisons ESG que l'on sous-estime trop. Certaines études ont tenté de quantifier ce phénomène. Certaines sociétés et secteurs peuvent faire peur face aux enjeux ESG. Les investisseurs craignent notamment une perte de valeur, d'attractivité ou de ne pas pouvoir revendre. Je pense que nous n'abordons pas ces sujets de la bonne manière, c'est pourquoi nous menons des réflexions sur ce sujet chez France Invest pour mieux intégrer les perspectives de transformation de ces sociétés en travaillant avec les acteurs du M&A. C'est aussi à nous d'aider ces entreprises en finançant leur développement et leur transition. 2024 va être une année importante sur ce sujet, car soit le nombre de deals va continuer de se réduire parce que nous aurons trop peur d'investir dans des secteurs toujours plus nombreux ; soit nous déciderons d'accompagner ces entreprises dans la réduction de ces risques voire dans la création de nouvelles opportunités grâce à des réflexions sur leur business model. Ce constat n'explique pas tout, mais ce phénomène est en explosion.

Pierre du Passage

Les secteurs qui tirent leur épingle du jeu sont ceux qui obtiennent la faveur des investisseurs institutionnels. J'ai le sentiment que ces derniers cherchent aujourd'hui des stratégies assises sur des secteurs résilients, à fort impact

sur les territoires, et présentant un faible risque de durabilité. Les autres stratégies sont davantage pénalisées par la faible rotation des portefeuilles de fonds, qui pousse les allocations vers des stratégies secondaires plus opportunistes.

Noëlla de Bermingham

Il est important et indispensable de financer les actifs déjà transitionnés. Cependant, nous n'allons pas résoudre les enjeux environnementaux actuels auxquels nous faisons face sans accompagner les entreprises qui doivent faire leur transition.

Caroline Basdevant-Soulié

Il y a effectivement la directive CSRD (corporate sustainability reporting directive) de 2022 qui a été transposée par ordonnance le 7 décembre 2023 dont nous attendons beaucoup. Nous allons reprendre de l'avance sur le marché américain sur lequel nous sommes extrêmement en retard dans les process M&A. Que cela soit dans la lettre d'intention ou dans les clauses du share purchase agreement (SPA), il est à noter qu'il y a un certain nombre de clauses qui sont rédigées où l'ESG est prise en compte. C'est une évolution du métier qui est en cours.

Diana Hund

En effet, les critères ESG deviennent un enjeu fort pour les acteurs du private equity. Ces derniers souhaitent désormais mettre en place des mesures concrètes, notamment, via leurs instruments d'investissement qui tiennent compte de l'atteinte ou non de critères ESG.



« De mon point de vue, la taxonomie européenne est le seul outil permettant de clarifier cette situation et encore mieux servir nos investisseurs. »

Pierre du Passage, partner,
RIVE Private Investment

« Que cela soit dans la lettre d'intention ou dans les clauses du share purchase agreement (SPA), il est à noter qu'il y a un certain nombre de clauses qui sont rédigées où l'ESG est prise en compte. C'est une évolution du métier qui est en cours. »

Caroline Basdevant-Soulié, associée,
Oyat Avocats



Caroline Basdevant-Soulié

J'ai ce cas, en ce moment, côté managers. Le management package a été construit en tenant compte des critères financiers et extra-financiers basés sur l'ESG. Si l'on a atteint le critère financier, il convient d'atteindre également un deuxième critère extra-financier permettant ainsi de bénéficier du management package.

Noëlla de Bermingham

Si les entreprises n'enclenchent pas rapidement leur transformation, elles vont prendre un retard conséquent qui pourra remettre en cause leur financement.

Baudouin d'Hérouville

En 2024, nous allons revenir aux fondamentaux du private equity. L'industrie s'était habituée à des deals un peu faciles, avec des périodes de détention des actifs relativement courtes. Il y aura de belles fenêtres d'opportunités pour ceux qui sauront prendre des risques et investir dans des sociétés en bas de cycle. Ce sont dans ces moments-là que les fonds font les meilleures performances. Le vrai sujet porte probablement davantage sur ce qui reste en stock dans des fonds ayant acheté à des prix élevés dans des secteurs plus incertains. Pour revenir sur la segmentation du marché, il faut distinguer les opérations secondaires des opérations primaires. Pour les opérations secondaires, il y a souvent un fonds au capital qui a acheté cher, ce qui fait qu'il a aujourd'hui du mal à vendre. Pour ce qui est des opérations primaires, le contexte transactionnel correspond à un moment dans lequel l'entreprise a un vrai besoin de réaliser une opération : des actionnaires familiaux par exemple qui veulent sortir pour régler un

problème de transmission, la volonté de mener un projet à l'international ou encore la recherche d'un partenaire pour mieux se développer.

Quid des valorisations ?

Baudouin d'Hérouville

Tout dépend du secteur.

Pierre du Passage

Oui, il faut en revenir à cette logique de dynamique sectorielle. Par exemple, la marche forcée de la transition énergétique offre une forte visibilité sur la croissance de certains secteurs au moins sur la prochaine décennie. Je pense notamment à la génération d'électricité verte, la mobilité électrique ou la décarbonation de l'industrie, qui est à peine entamée. Ces trajectoires davantage visibles aident à soutenir les valorisations, et contrastent fortement avec les secteurs « traditionnels » dont les fondamentaux ne permettent plus de soutenir les niveaux des années passées.

Marie Pouget

Nous avons observé, depuis 18 mois, la multiplication de typologies d'opérations visant à répondre à la demande de liquidité des LP et à gagner du temps, compte tenu des difficultés des vendeurs et des acquéreurs à se mettre d'accord sur les prix. Il y a eu beaucoup de dividend recaps mais aussi, au-delà du GP-led, de LBO sur soi-même avec recombinaison des équilibres capitalistiques du tour de table, ainsi que de LBO avec réinvestissement plus ou moins significatif de fonds cédant.



« Je suis optimiste pour 2024, notamment au regard de la stabilisation des facteurs macro-économiques, ce qui devrait faciliter l'accès au financement. »

Julien Rebibo, associé,
Freshfields Bruckhaus Deringer

Olivier Deren

C'est tout à fait juste. Entre ces opérations qui se sont multipliées, les fonds de continuation ou les réinvestissements de plus en plus systématiques des cédants à l'occasion de la structuration d'opérations secondaires, on peut voir le signe d'une difficulté de l'industrie à trouver de nouveaux actifs de qualité pour déployer les fonds sous gestion. La situation est compliquée pour les gérants de fonds qui doivent faire des arbitrages sur les durées des investissements et la vitesse du déploiement des fonds qu'ils gèrent, eu égard notamment aux modèles économiques qui ne sont plus exclusivement construits sur le carried interest mais sur le montant des commissions de gestion.

Pierre du Passage

La massification des encours de certaines sociétés de gestion a effectivement déformé l'alignement d'intérêts avec les LP mais ce n'est pas le cas pour les fonds small cap.

Baudouin d'Hérouville

Derrière tout cela, il faut aussi avoir à l'esprit qu'il y a des LP qui ont des attentes importantes en matière de retour sur investissement, il faut revenir à des pratiques plus traditionnelles. Certes l'atterrissage va être un peu brutal, mais on va revenir à quelque chose de plus classique et dont les anciens du métier sont familiers.

Julien Rebibo, associé, Freshfields Bruckhaus Deringer

Je suis optimiste pour 2024, notamment au regard de la

stabilisation des facteurs macroéconomiques ce qui devrait faciliter l'accès au financement. En 2023, nous avons pu assister à des écarts significatifs entre les attentes des vendeurs et les offres des acheteurs, rendant délicat l'alignement entre les deux. Le marché a néanmoins conservé une certaine liquidité, grâce à des alternatives comme les fonds de continuation, le NAV financing ou le refinancement sous forme d'equity prioritaire. Cependant, il demeure un stock important et un besoin de liquidité pour les acteurs ce qui, en 2024, devrait animer le marché des opérations. Tout cela pourrait se traduire par un marché se rééquilibrant en faveur des acquéreurs, après des années durablement favorables aux vendeurs. Paradoxalement, les difficultés observées dans certaines levées de fonds pourraient également porter la liquidité du marché, en poussant les gérants (GP) à vendre des actifs dans la mesure où les investisseurs des fonds (LP) souhaitent récupérer les sommes investies dans les millésimes des fonds antérieurs afin de pouvoir les redéployer dans de nouveaux véhicules. En 2024, les conditions devraient donc permettre un marché plus fluide.

Changements d'approche dans les process

Marie Pouget

Nous observons une modification du design des processus. Aujourd'hui, les acteurs ne cherchent plus à contacter tout le marché. Un petit nombre ciblé de bidders potentiels est approché, de sorte que si le processus échoue, la valorisation de l'actif est moins détériorée. Il y a aussi des prétests de mar-

ché sans lancement officiel qui se soldent par des préemptives déguisées. En ce qui concerne le calendrier, les bidders potentiels sont davantage écoutés. Par ailleurs, nous vivions dans un monde où il n'y avait pas beaucoup d'exclusivités et où il était classique d'emmener les bidders jusqu'à la lettre de l'offre ferme, voire le signing sans exclusivité. Désormais, nous sommes le plus souvent contraints de consentir des exclusivités, à défaut de quoi le bidder potentiel refuse de dépenser pour s'équiper en conseils.

Diana Hund

Les fonds prêtent davantage attention aux audits juridiques, stratégiques et financiers. Les années précédentes étaient marquées par des processus très compétitifs et rapides où la phase d'audit était nécessairement raccourcie. Les fonds se laissent à nouveau plus de temps. Nous revenons progressivement vers une approche plus « phasée » des processus avec davantage de temps consacré à chacune des phases nécessaires à l'aboutissement d'une transaction. Nous assistons donc à un changement dans l'approche et le rythme des dossiers.

Thomas Boulman

Pour prendre une image, faisons un parallèle avec le marché immobilier. Vous êtes dans une période d'exubérance, les taux sont bas, alors vous avez dix acheteurs pour tous les appartements ; et puis tout d'un coup les taux montent, alors l'appartement avec un défaut ne se vend plus au même prix, et même pour l'appartement sans défaut il y a peu de visites parce que les acquéreurs ont du mal à se financer. Il se passe

quelque chose d'un peu similaire pour les actifs sous LBO : une période d'exubérance post-Covid pendant laquelle les fonds ont investi parfois à des prix déraisonnables et, avec la hausse des taux et l'arrivée d'incertitudes économiques, une phase actuelle où les fonds prennent leur temps car ils sont plus prudents et raisonnables.

Olivier Aubouin

Et comme sur le marché immobilier, les prix à la vente n'ont pas été encore totalement ajustés.

Thomas Boulman

Les prix sont néanmoins plus raisonnables et par conséquent les opérations se font.

Long Nguyen, group CFO, TSG Solutions Holding

J'aimerais apporter mon témoignage en tant que corporate. Depuis 2020, nous sommes sous LBO avec des refinancements et extensions successifs. A chaque fois, nous avons constaté que les questions ESG prennent une place toujours plus prégnante. Si nous ne prêtons pas attention à ces sujets, nous risquons de ne pas pouvoir réaliser les opérations envisagées ou de ne pas obtenir le financement recherché. A noter cependant, quand nous parlons des critères ESG, nous sommes surtout encore concentrés sur le « E », et beaucoup moins sur le « S » ou le « G. » Sur le critère « E », nous voyons que les acteurs – investisseurs, fonds private equity, prêteurs, banquiers, etc. – se posent tous des questions et cherchent à se positionner, mais il n'y a pas de

« Nous avons observé, depuis 18 mois, la multiplication de typologies d'opérations visant à répondre à la demande de liquidité des LP et à gagner du temps. »

Marie Pouget, associée,
Racine



standard qui se dégage, pas de règles du jeu clairement établies, pas de critères objectifs. Notre exemple vécu : TSG est le leader européen dans la fourniture de services techniques pour des solutions de mobilité responsable, s'adressant aux clients tels que les stations-service publiques, les exploitants de bornes de recharge, en passant par les entreprises gérant des flottes de véhicules. En l'espace de quatre ans, l'entreprise a pris le virage vers les mobilités propres, lui permettant de doubler son chiffre d'affaires, le portant de 500 millions au milliard d'euros, tout en réduisant la part liée aux énergies fossiles à 40 % de ses revenus totaux, contre 80 % quatre ans auparavant. Pourtant, malgré cette contribution incontestable à la transition énergétique, il y a des fonds et prêteurs pour qui, dès qu'ils entendent parler de « oil », c'est fini ! Ainsi, en 2023, il y a eu des prêteurs qui ont décliné de participer à notre levée de fonds après un processus de due diligence très positif, car leur comité d'investissement avait mis un veto à l'investissement dans une société « travaillant pour des acteurs du oil & gas » ! De ce point de vue, nous accueillons l'élargissement de la taxonomie verte européenne à un plus grand nombre d'entreprises comme une très bonne chose, permettant d'apporter, avec un peu de chance, plus de lisibilité et d'objectivité sur les attentes des acteurs de la finance et sur les trajectoires que les entreprises doivent chercher à suivre.

Thomas Boulman

Sur le sujet de l'ESG, ce qui me frappe, c'est que pour certains actifs, nous pouvons avoir deux attitudes possibles qui sont

radicalement opposées : la première est de refermer le dossier tout de suite car trop compliqué en termes d'ESG ; et la deuxième est de se dire que cette société va se transformer. Par exemple, cette dernière était dans l'oil mais va dans le wind, ou faisait du textile mais va en faire du biodégradable, ou encore faisait du plastique mais va faire du recyclé. Nous voyons donc que le même actif peut être perçu par certains fonds comme l'antéchrist et par d'autres comme intéressant parce qu'il y a un angle d'amélioration ESG. La vision du sujet par les acteurs du private equity n'est donc pas encore stabilisée.

Caroline Basdevant-Soulié

Ce qui est important, c'est vraiment de définir ce que l'on entend par ESG, travail clé que France Invest est en train de mener.

Noëlla de Bermingham

Ceci s'explique par beaucoup de facteurs. Les LP ont des exclusions qui couvrent très fréquemment les énergies fossiles. De plus, on constate très souvent que les sujets ESG sont des enjeux de pérennité business. Le « S » et le « G » sont porteurs de risques que l'on peut arriver, dans la plupart des cas, à mitiger pendant l'acquisition. Le « E », peut, lui, poser des problèmes en lien avec le business model et ajouter des incertitudes qui sont parfois très difficiles à évaluer.

Baudouin d'Hérouville

Les GP se posent d'autant plus la question que leurs LP ont des contraintes devant être pris en compte. Le niveau de détail



« La vision du sujet ESG par les acteurs du private equity n'est pas encore stabilisée. »

Thomas Boulman, partner, head of LBO mid cap, LBO France

« Je pense que 2024 sera une année présentant des opportunités intéressantes mais que l'on constatera bien sûr des différences en fonction des secteurs d'activités. »

Baudouin d'Hérouville, partner, head of midcap (Tomorrow Fund), Initiative & Finance



des exclusions n'est cependant pas toujours clair et les fonds eux-mêmes n'en ont pas une appréciation très fine.

Pierre du Passage

Il faut aussi prendre en compte la stratégie des fonds. Pour certains, l'idée est d'accompagner une transition, pour d'autres de financer de nouvelles activités plus durables, en somme jouer la carte de l'additionnalité. Le côté un peu binaire du filtre ESG dans l'analyse d'une opportunité d'investissement repose donc grandement sur la classification SFDR (sustainable finance disclosure regulation) du fonds. Ce qui me gêne davantage, c'est l'hétérogénéité de la grille d'analyse d'un investissement durable entre les fonds d'une même classification SFDR. Un même investissement peut être considéré comme durable pour un fonds, et non durable pour un autre. Afin d'aller au bout de l'exercice de transparence, l'industrie du private equity devrait se contraindre à utiliser un référentiel d'analyse unique. De mon point de vue, bien qu'imparfaite, la taxonomie européenne est le seul outil permettant de clarifier cette situation pour encore mieux servir nos investisseurs.

Du côté des cabinets d'avocats, quelles sont les évolutions observées dans le process ? Comment les accompagnez-vous ?

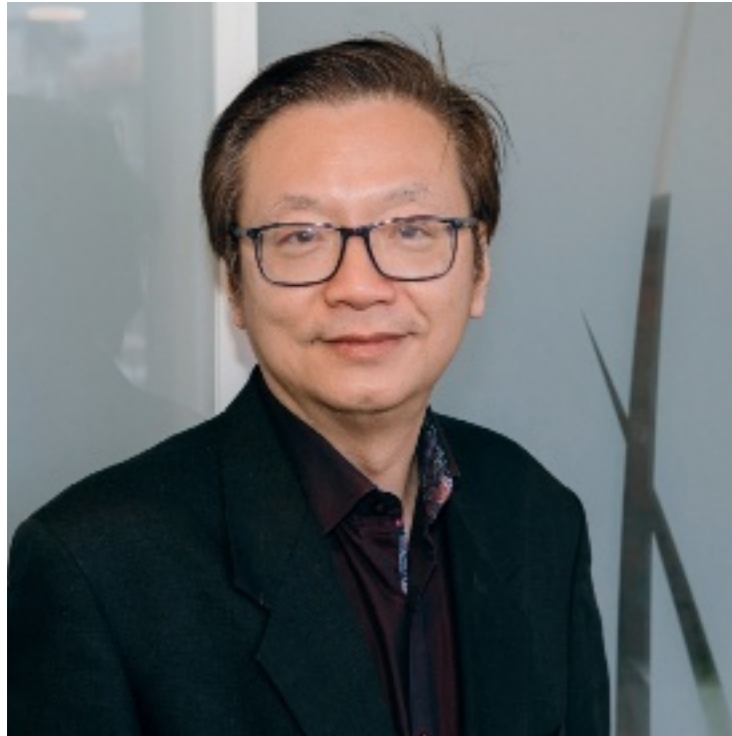
Julien Rebibo

Sur la partie audit, nous n'intervenons généralement pas,

ou de manière très ciblée, sur les parties « E » et « S » qui sont plutôt le lot des cabinets d'audit plus spécialisés sur ces matières. Nous constatons toutefois que des difficultés sur certaines thématiques, comme le climat social ou la compliance, peuvent être des points de « go » ou « no go » pour nos clients. Sur le volet documentaire, nous constatons une tendance forte à la formalisation d'engagements sur la partie ESG, sur le reporting par exemple, mais également une « incentivisation » du management désormais liée à des KPI ESG. Certains fonds défendent des thèses très fortes sur ces thématiques, en imposant des standards dans les sociétés dans lesquelles ils investissent avec des outils de contrôle et de mesure de l'amélioration de leurs critères ESG, tout en offrant un accès à des moyens permettant la réalisation de ceux-ci.

Caroline Basdevant-Soulié

Il est assez amusant d'observer ce qui va se passer sous l'influence des Etats-Unis. Nous sommes encore très en retard sur la partie contractuelle. Dans les lettres d'intention (LOI) et les SPA, nous avons les MAC clauses, mais nous n'avons pas encore les critères ESG qui sont pris en compte dans ces clauses. Aux Etats-Unis, il y a par exemple une clause dénommée « Weinstein clause » apparue dans le cadre du mouvement MeToo qui est une clause réputationnelle. S'il y a un CEO qui agit non conformément aux attentes de la société, l'entreprise court un risque de ne pas être financée. Nous allons donc devoir évoluer sur le plan de la rédaction de nos LOI et de nos SPA.



« Nous avons constaté que les questions ESG prennent une place toujours plus prégnante. »

Long Nguyen, group CFO,
TSG Solutions Holding

Julien Rebibo

Je ne pense pas que l'Europe soit globalement à la traîne, nous sommes même plutôt en avance sur certains sujets. Nous allons assister à de grands débats sur ce qu'est l'ESG. Nous observons, aux Etats-Unis, des divergences fortes entre différentes populations de LP. Il pourrait y avoir des tensions entre eux sur les définitions et objectifs. Je pense que de ce point de vue, l'Europe tire plutôt bien son épingle du jeu.

IA et prise de décision

Baudouin d'Hérouville

Nous sommes en train de réfléchir à des outils utilisant l'IA en matière d'origination, mais nous ne constatons pas d'utilisation de l'IA dans le monitoring, encore moins dans le deal-making. C'est néanmoins un sujet à suivre de près.

Long Nguyen

En ce qui nous concerne, nous faisons beaucoup d'acquisitions, nous sommes en contact avec certaines sociétés qui nous proposent de rechercher des cibles avec l'aide de l'IA, mais nous ne voyons pas (encore ?) de bénéfice tangible apporté par l'IA en termes de sourcing des acquisitions. Sinon, de façon plus générale, il y a beaucoup d'effervescence aujourd'hui, des expérimentations, mais personnellement je ne vois pas de cas opérationnels de l'IA dans les entreprises, sauf dans certains métiers ou fonctions comme les supports hot line, les centres d'appels. Les sociétés restent encore méfiantes sur les risques potentiels liés à l'utilisation de l'IA. Cela viendra, mais à mon avis ce n'est pas pour aujourd'hui, ni à grande échelle pour 2024.

Noëlla de Bermingham

Je pense que la data est le nerf de la guerre notamment sur la partie ESG. Est-ce que l'IA peut y aider ? Nous verrons ! Savoir piloter sa data est et sera un enjeu fort à venir.

Quelles perspectives sectorielles pour 2024 ?

Julien Rebibo

Par rapport à 2023, le BtoB, comme les life sciences bien sûr mais, également, la consolidation des sociétés de gestion (GP), là encore poussée par les difficultés accrues à lever de nouveaux véhicules. Certaines opérations ont été annoncées récemment et l'on assiste à une tendance forte de consolidation et de déploiement d'approches multimétiers. Ce phénomène de rapprochements est également porté par le décrochage des valorisations de certains gérants de fonds sur les marchés.

Baudouin d'Hérouville

Je suis sur la même ligne. Tout dépendra de l'anticipation de certains fonds sur la reprise et la capacité à se repositionner sur des secteurs à rebond.

Pierre du Passage

Je pense que pour les mois à venir, le small cap va continuer de dominer le marché au détriment du large cap. Les investisseurs institutionnels ont substantiellement diminué leurs allocations par rapport aux dernières années. Des fonds small cap encore trop petits pour certains allocataires pour des raisons de diversification deviennent désormais éligibles. Il est donc logique que la classe des plus petits actifs, qui a

traditionnellement surperformé les large caps, prend le pas. Par ailleurs, dans certaines classes d'actifs, les levées de fonds records des années passées ont poussé les équipes historiques du small et du mid vers le large cap. Cette situation a fait baisser l'intensité concurrentielle sur les transactions de petite taille, et devrait donc pérenniser la surperformance relative du small cap.

A défaut d'accord, quelles alternatives ?

Olivier Aubouin

Les fonds de continuation.

Olivier Deren

Les LBO sur soi-même.

Marie Pouget

Pour satisfaire la demande de liquidité des LP, on peut aussi faire des dividend recaps ou du NAV financing. Mais ces solutions ajoutent du levier. Nous nous achetons donc un peu de temps avec des solutions qui sont par essence sensibles à l'effet du temps qui passe. Ce n'est pas sans risque.

Olivier Aubouin

D'autant plus que cela se passe sur des actifs qui ne sont pas forcément les plus attractifs.

Julien Rebibo

Sur les fonds de continuation, c'est un peu différent car classiquement ils visaient les actifs premium que les gérants de

fonds ne voulaient pas mettre tout de suite sur le marché. J'ai l'impression que cette logique se tarit, les investisseurs semblent moins enclins à participer et financer des fonds de continuation « mono-ligne ». Nous observons désormais une logique différente, portée par des « multi-asset continuation funds ». Ce sont des fonds de continuation qui regroupent différentes lignes de portefeuille.

Olivier Aubouin

J'ai commencé à en voir au Royaume-Uni sur des lignes entières de portefeuille.

Julien Rebibo

Il y a quelques exemples qui pourraient être contraints par le fait que les investisseurs ne veulent plus investir dans des fonds de continuation.

Pierre du Passage

Des fonds qui veulent gagner du temps peuvent éventuellement chercher ce type d'alternative. On revient à des logiques d'il y a quelques années.

Baudouin d'Hérouville

Avec des fonds secondaires qui se positionnent sur ce type d'actifs.

Les facteurs de succès

Baudouin d'Hérouville

C'est le retour aux fondamentaux du métier : l'origination ; se différencier en étant crédibles dans l'accompagnement ;



« Si les entreprises n'enclenchent pas rapidement leur transformation, elles vont prendre un retard conséquent. »

Noëlla de Bermingham, présidente de la commission Sustainability, France Invest & directrice RSE, Andera Partners



« La situation est compliquée pour les gérants de fonds qui doivent faire des arbitrages sur les durées des investissements et la vitesse du déploiement des fonds. »

Olivier Deren, associé,
Paul Hastings

savoir prendre des risques ; anticiper les effets de cycle ; être disciplinés sur la valorisation parce que, là aussi, l'ajustement peut être décisif dans certains secteurs et les fonds ont leurs contraintes vis-à-vis de leurs LP. La discipline, le discernement bien sûr sur les valorisations...

Olivier Deren

Je suis tout à fait d'accord. Je pense que les fonds multistratégies bénéficient d'un avantage concurrentiel, ce qui explique probablement un certain nombre d'opérations de regroupement de sociétés de gestion. Cette concentration des acteurs s'explique sans doute par la transition générationnelle des gérants qui est en cours, avec les enjeux patrimoniaux qui lui sont associés. Pour autant, au-delà de ce facteur, gérer une plateforme multistratégie ouvre des opportunités pour les gérants. C'est une évolution qui va caractériser à mon sens les années qui viennent dans l'industrie du private equity.

Pierre du Passage

L'approche généraliste/opportuniste disparaît au profit de modèles de plateformes spécialisées qui recherchent l'expertise et la différenciation. La demande des investisseurs devient de plus en plus spécifique et nécessite donc de faire des choix pour émerger dans une industrie du private equity qui s'est énormément peuplée et développée au cours de ces dernières années.

Marie Pouget

Je pense aux stratégies de flex equity. Investir en instruments d'equity ou de quasi-equity à rendement fixe, le plus souvent covenant free et assortis d'un equity kicker afin d'aligner les intérêts. Ces stratégies ont le mérite de rendre moins prégnante la question de la valorisation. Il y a déjà de grands acteurs, mais elles pourraient être appelées à se développer plus largement. Par ailleurs, au titre du multistratégie, il y a une tendance lourde que nous n'avons pas encore évoquée : l'impact investing. Sous l'impulsion des LP et des particuliers, cette stratégie en plein essor pourrait bien avoir de beaux jours devant elle.

Olivier Deren

On peut s'interroger sur le fait de savoir si l'industrie du private equity basculera dans les années qui viennent vers un modèle proche de l'asset management ou si elle reviendra à ses fondamentaux historiques que l'on pourrait caractériser par l'alliance du capital et des hommes. L'activité s'est beaucoup financiarisée au cours des dernières années. La réponse à cette question va dépendre des facteurs que nous avons évoqués : renforcement des plateformes multistratégies, émergence des fonds retail... En tout état de cause, je pense qu'à terme la segmentation des opérations par la taille ne sera plus nécessairement le critère discriminant. ■

Propos recueillis par Sahra Saoudi et Florence Jouffroy