

Les rencontres d'experts d'Option Droit & Affaires



Sortie de LBO : un marché au ralenti

En janvier 2012, une enquête menée par Grant Thornton dans le cadre de son «Global Private Equity Report» se voulait assez optimiste pour les mois suivants. Sur 144 investisseurs interrogés dans le monde, deux-tiers d'entre eux prévoyaient une hausse des sorties de portefeuille. À peine un sur dix envisageait alors que le marché ralentisse. Et pourtant... Il a été sérieusement ralenti durant les douze derniers mois. Beaucoup de dossiers ont été préparés, mais peu sont sortis. Douze experts du secteur se sont réunis pour faire un point sur l'année écoulée et envisager l'avenir.

De gauche à droite: Nicolas Barberis, associé d'Ashurst, Laurent Borey, associé de Mayer Brown, Thibery Gleizes, responsable du Leverage Finance, Crédit Agricole Corporate & Investment Bank, David Darmon, directeur associé, Wendel, Martin Naquet-Radiguet, associé de PwC, Antoine Ernoult-Dairaine, associé de Sagard, Gaëtan Gianasso, associé de Latham & Watkins, Daniel Benquis, associé d'Ernst & Young, Thomas Forschbach, associé de Latham & Watkins, Maxence Bloch, associé de SJ Berwin, Didier Pascual, directeur général d'Alain Afflelou et Bruno Candelier, directeur associé d'Apax Partners.

Etat des lieux du marché 2012

Antoine Ernoul-Dairaine : Le marché du capital-investissement a encore été compliqué cette année. L'absence de visibilité macroéconomique a pesé sur les volumes d'opérations, et pour celles qui se sont présentées, les valorisations ont été difficiles. Dans un contexte économique instable, les points de vue entre vendeurs et acheteurs sont souvent délicats à réconcilier. Qui plus est, le financement est également compliqué (moins de quantum et plus fortes marges), ce qui n'a pas favorisé la situation.

Thibery Gleizes : Au premier semestre 2012, cinq opérations à plus d'un milliard d'euros ont été comptabilisées en Europe. A la même période l'année dernière, on en dénombrait plus de onze. Cette baisse du volume d'activité s'explique par plusieurs raisons. D'abord l'environnement économique global peu favorable et le problème de dette souveraine ont pesé sur les marchés. Le macro a assez rapidement impacté le micro. Il est difficile de bien valoriser une société lorsque l'on ne bénéficie pas d'une bonne visibilité pour faire un business plan ambitieux. Pour pallier cette incertitude, les acquéreurs cherchent à avoir un rabais par rapport à la juste valeur de l'actif. Par ailleurs, nous n'avons pas assisté à un phénomène de ventes forcées, en tout cas pour des actifs détenus par des fonds de private equity. Ces derniers ont fait des opérations d'amend-to-extend leur accordant plus de temps avant de mettre les sociétés en vente. Dès lors, le volant naturel des opérations de LBO secondaires ou tertiaires s'est réduit. Le contexte n'a donc pas été très favorable de manière générale.

La dette a, quant à elle, évolué au fur et à mesure de l'année. Il y a eu des périodes de blocage, notamment au printemps, lorsque le marché du high yield s'est refermé. En ce moment, la liquidité est bonne car le nombre d'opérations demeure limité. Pendant six à douze mois, la liquidité technique devrait continuer à être satisfaisante auprès des fonds CDO qui sont dans la dernière ligne droite pour leur période de réinvestissement. Plutôt que de rendre l'argent à leurs actionnaires, ils préfèrent le réinvestir.

On peut également compter sur le marché du bond qui s'adresse plutôt aux opérations de mid-market et de large cap, et qui présente en ce moment une très forte liquidité permettant des financements de taille importante.

Thomas Forschbach : Effectivement, nous n'avons pas constaté depuis très longtemps un marché de high yield aussi riche en liquidité et en opérations.

Antoine Ernoul-Dairaine : Il concerne surtout les opérations de taille significative.

Thibery Gleizes : Il touche surtout le large cap, mais il est en train de descendre. Historiquement, il était difficile d'être en dessous de 150 millions d'euros d'Ebitda pour intéresser le marché obligataire. Aujourd'hui, on commence à voir des opérations structurées pour des sociétés présentant 70 millions d'euros d'Ebitda. Les structures sont de plus en plus agressives et l'on commence à voir marketés des papiers notés CCC+, signe d'un marché ouvert sur de multiples tailles et structures.

Gaëtan Gianasso : Nous avons constaté en effet un accroissement des financements high yield sur des sociétés de taille moyenne. La piste high yield a ainsi été envisagée dans le cadre de plusieurs opérations récentes.

Daniel Benquis : Il y a eu deux phases en 2012, comme en 2011. L'automne a, à chaque fois, été marqué par un ralentissement de l'activité. On a eu ensuite un redémarrage en janvier-février qui s'est poursuivi par des printemps très actifs. Le marché s'est à chaque fois arrêté durant les périodes estivales pour reprendre avec des automnes très compliqués. Toute l'année, l'incertitude sur les prévisions a été présente, mais une fois l'arrêté des comptes annuels passé, un certain nombre de dossiers ont pu être relancés et ont nourri le premier semestre.

Martin Naquet-Radiguet : Si de nombreux dossiers ont été lancés au cours du premier semestre, peu ont abouti. Une différence s'impose néanmoins entre les deux années puisque l'été 2011 avait été meurtrier, contrairement à cette année. Pour autant il n'y a pas eu de reprise à la rentrée, à cause du ralentissement économique qui a dégradé les current tradings.

Nicolas Barberis : Il y avait moins d'opérations en suspens durant l'été 2012... Néanmoins je partage votre point de vue : depuis trois ans, l'année est coupée en deux. On passe les six premiers mois de l'année à travailler sur des opérations qui doivent absolument aboutir avant l'été et les six derniers à attendre l'année suivante.

Si en 2012, le phasage a été le même, la première partie a tout de même été moins riche que les années précédentes. L'attentisme électoral et les incertitudes fiscales sont sans doute les principales explications. La réforme fiscale a sans doute influencé des managers qui auront préféré attendre d'être fixés sur leur traitement fiscal et social avant de prendre des décisions en matière de réinvestissement dans une nouvelle opération.



«Nous n'avons pas constaté depuis très longtemps un marché de high yield aussi riche en liquidité et en opérations.»

Thomas Forschbach est associé au sein du cabinet Latham & Watkins. Il mène conjointement la pratique fusions et acquisitions du cabinet au niveau mondial et dirige le département corporate du bureau de Paris. Son domaine d'intervention concerne les fusions et acquisitions, publiques et privées, ainsi que les opérations de private equity.



«L'échec des deals n'était pas dû à une question de financement, mais bien à une question de prix. Les attentes de prix de la part des fonds ne sont pas toujours en phase avec ce que les acquéreurs, notamment industriels, sont prêts à payer.»

Thibéry Gleizes est le responsable des financements d'acquisitions pour la France au Crédit Agricole Corporate and Investment Banking. Il a commencé sa carrière en 1994 à la Banque Indosuez (devenue CA CIB depuis) à Tokyo, puis a rejoint l'année suivante le département financements aéronautiques, en charge au Japon de l'origination et de la structuration des financements aéronautiques pour les compagnies aériennes en Asie. En 1999, il est revenu au siège à Paris et s'est notamment occupé de la restructuration des financements de la flotte de Philippine Airlines. Il a rejoint le département financements d'acquisitions en 2001 avant d'en être nommé responsable pour la France en avril 2011. Thibéry Gleizes est diplômé de l'ESCP.

Didier Pascual : Les managers avaient en effet un choix délicat à faire. En ce qui concerne l'équipe du groupe Afflelou, nous avons réinvesti 100 % dans le nouveau tour de table.

Laurent Borey : L'impact bénéfique du CICE – le crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi – promet d'être important pour de nombreux groupes. Il pourra

apporter une certaine marge de manœuvre sur les prix.

Bruno Candelier : La fenêtre s'ouvre durant le premier semestre et les deals qui ne sont pas bouclés avant le 31 juillet risquent de ne pas survivre après l'été. De nombreux dossiers se préparent durant le dernier trimestre d'une année pour être présentés à la vente au premier semestre de l'année suivante. L'incertitude

fiscale a renforcé ce schéma sur 2012. Et quelques opérations se profilent pour le début 2013.

Thibéry Gleizes : Au regard des trois dernières années, l'essentiel des opérations qui ont été closes, ont été lancées au deuxième trimestre de l'exercice. Le dossier est préparé en fin d'année et l'on attend d'avoir un premier trimestre de qualité pour pouvoir vendre la société sur la base d'un

current trading solide. L'exercice 2012 a été également marqué par l'attentisme sur un certain nombre d'aspects fiscaux, notamment sur la question de la déductibilité des intérêts. On a travaillé sur des hypothèses, ce qui n'est jamais confortable. Les current tradings de tous les secteurs ont également subi un certain fléchissement à partir du mois d'avril. La période préélectorale, puis le mois de mai composé de nombreux jours fériés ont été des éléments



«Dans un marché pourtant peu actif, certaines périodes peuvent être très tendues car tous les travaux de préparation doivent être bouclés en trois ou six mois.»

Daniel Benquis est associé du département transaction advisory chez Ernst & Young depuis juillet 2000. Il est également responsable de la ligne de service transactionnel support. Il intervient auprès des acteurs du private equity et des investisseurs industriels dans leurs acquisitions et cessions, intégrant l'exploitation de data rooms, la revue des états financiers de la cible de son business plan et de ses prévisions de financement. Il est diplômé de l'Ecole nationale des ponts et chaussées.

d'explication avancés. L'atterrissage s'est fait ensuite pour certains en douceur, pour d'autres de façon un peu plus brutale.

Daniel Benquis : L'année 2011 avait été marquée par un manque de liquidité bancaire, notamment au deuxième semestre. A partir de l'été, tout le monde a attendu la fin de l'année pour recommencer à travailler. En 2012 ce sont plus les current tradings que le financement qui ont posé problème.

Antoine Ernoult-Dairaine : Il est tout de même maintenant nécessaire de faire appel à cinq banques pour lever 60 millions d'euros de dette !

Daniel Benquis : Je ne dis pas que c'était simple, mais en 2011 aucune d'entre elles ne répondait à l'appel.

Thomas Forschbach : La structure du financement dépend de la taille de l'opération. Les opérations de grandes tailles sont aujourd'hui souvent plus faciles à

financer que celles du marché small cap alors que, jusqu'à présent, le credit crunch avait plutôt été cantonné aux opérations larges ou moyennes.

Laurent Borey : Force est de constater que les banques n'aiment pas financer un certain nombre de secteurs.

Thibery Gleizes : Je pense aussi qu'en fonction de la taille des opérations, différentes poches de liquidités peuvent être sollicitées. Sur les opérations de plus de 100 millions d'euros d'Ebitda, le marché du high yield s'ouvre ou

sert d'aiguillon pour les banques. La liquidité des fonds CDO est également envisageable sur des opérations où la taille de la dette est d'au moins 300 millions d'euros. Les deals de taille importante trouvent donc de la liquidité. Les deals de taille moyenne en bénéficient encore un peu, mais pour les dossiers de 200 millions d'euros de dette et moins, la situation est bien plus difficile. Les CDO sont absents, il n'y a pas la possibilité d'émettre de bonds, et seule la liquidité bancaire peut être envisagée. Il faut donc accepter les contraintes des banques. D'où un certain nombre d'opérations qui sont



«Seuls les actifs de grande qualité parviennent à sortir. Et pour ceux-ci de nombreux acheteurs se présentent. Mais il suffit d'un micro-aléa pour perdre tout le monde.»

Nicolas Barberis est associé d'Ashurst depuis mai 2008 et exerce au sein du département corporate du cabinet à Paris qu'il avait intégré en 2001. Il est spécialisé en fusions-acquisitions, et particulièrement dans les opérations de LBO. Il est titulaire d'une maîtrise et d'un DESS en droit des affaires et droit financier ainsi que du DJCE Magistère en droit des affaires de l'Université de Lyon III.



«Je considère que le groupe Afflelou est un modèle à LBO. Nous avons une génération de cash qui nous donne 90 % d'Ebitda disponible pour le service de la dette donc l'entreprise a vocation à enchaîner les LBO.»

Didier Pascual est le directeur général du groupe Alain Afflelou depuis octobre 2003. En 1985, il a rejoint la société d'expertise comptable R. Morereau en tant que chef de mission. Il est nommé directeur administratif et financier de la société GIFI en 1991 avant d'en devenir le directeur général en 1999. Didier Pascual est titulaire d'une maîtrise de sciences et techniques comptables et financières, d'un diplôme d'études comptables supérieures ainsi que d'un diplôme d'expertise comptable.

financées sous forme de club deals.

En revanche, sur les opérations allant jusqu'à 25, 30 ou 40 millions d'Ebitda, les structures unitranches peuvent être une solution. Certes, ce n'est pas un produit idéal car il n'est pas aussi flexible ni au même coût.

Laurent Borey : En 2012, tout le monde pensait que les industriels, qui ont un accès à la dette plus facilement, viendraient faire leurs emplettes. Ce qui n'a pas été le cas, principalement pour des raisons de prix de vente trop élevés. Et comme les fonds vendeurs ne sont pas prêts à baisser les prix, peu d'opérations se sont réalisées. Les fonds qui doivent aujourd'hui sortir et revendre leurs actifs n'ont souvent en face d'eux que d'autres fonds. On revient alors sur ces sujets de dette.

Thibery Gleizes : Je pense à deux opérations françaises qui ont avorté cette année. L'échec des deals n'était pas dû à une question de financement, mais bien à une question de prix. Les attentes de prix de la part des fonds ne sont pas toujours en phase avec ce que les acquéreurs, notamment industriels, sont prêts à payer.

David Darmon : Beaucoup d'industriels n'ont pas de problème de financement. Leurs bilans sont sains et ils se sont désendettés massivement depuis deux ou trois ans. S'ils ne sont pas acheteurs c'est parce que leurs équipes dirigeantes et leurs conseils d'administration sont réticents à augmenter leur exposition à l'Europe. Aujourd'hui, investir en France n'est pas une option attrayante pour la plupart des industriels internationaux car les perspectives de croissance ne sont pas encourageantes.

Didier Pascual : L'aiguillon de l'IPO ne fonctionne pas non plus. Nous l'avons vécu en 2011. Et après l'abandon de cette option, il n'y avait plus qu'une voie : la cession à un nouveau fonds d'investissement.

Préparer la sortie très en amont

Martin Naquet-Radiguet : Une sortie se prépare bien en amont. Pour des opérations présentées en février ou en mars, le travail peut débuter en novembre. Le process reste bien sûr conditionné par les résultats de fin d'année, mais les vendeurs le préparent bien avant pour ne pas rater la fenêtre si elle s'ouvre. Ils doivent être prêts. Nous le constatons encore cette année, en prévision de la période de janvier-février 2013.

Daniel Benquis : Les fenêtres sont en effet extrêmement courtes. Et dans un marché pourtant peu actif, certaines

périodes peuvent être très tendues car tous les travaux de préparation doivent être bouclés en trois ou six mois. L'imprévisibilité sur ces dossiers est importante et impose un certain nombre d'hypothèses de travail : par exemple que le marché du high yield ne se ferme pas, que le current trading ne se dégrade pas, etc.

Martin Naquet-Radiguet : Entre le 10 février et le 20 février 2012, nous avons été sollicités pour une quinzaine de VDD.

Daniel Benquis : Cette période est en effet très active. Pour clôturer un deal avant la fin du mois de juillet, il faut débiter les travaux de VDD en février ou en mars.

Didier Pascual : Aujourd'hui, le niveau d'exigence des VDD est sans commune mesure avec ce qui existait il y a une dizaine d'années. L'exigence des acquéreurs est toujours plus importante.

Bruno Candelier : Cette anticipation s'explique également par les délais nécessaires actuellement pour lever de la dette. Elle nécessite d'avoir préparé une information détaillée avant le processus, et de la rendre accessible aux acquéreurs potentiels pour les éduquer et essayer de monter le financement en amont. Les banques font également des analyses de crédit qu'elles ne faisaient pas auparavant.

Antoine Ernout-Dairaine : Elles refont leur métier, et elles le font à cinq en parallèle !

Thibery Gleizes : Le travail de la VDD prend en effet du temps. Il est nécessaire pour l'acquéreur et pour les banques. Pour les opérations de taille significative, la préparation pour l'émission obligataire doit également être prévue en amont. L'inquiétude des banques est d'avoir à porter un bridge en attendant le refinancement obligataire et de risquer de se retrouver «collées» avec ce bridge du fait de la fermeture du marché. Le vendeur doit préparer l'émission du bond, c'est-à-dire effectuer un travail sur les comptes qui est long et fastidieux. Tout doit être prêt pour que l'acquéreur n'ait plus qu'à appuyer sur le bouton et que le délai de risque pendant lequel les banques vont porter le bridge en attente de l'émission obligataire soit le plus court possible.

Didier Pascual : Les travaux avec les agences de rating pour la notation sont également importants.

Thomas Forschbach : C'est peut-être là la différence dans les modes de financement des opérations de sortie d'une certaine taille. Maintenant, on a presque systéma-



«Au bout d'un moment, certains fonds pourraient être amenés à vendre faute de ressources pour continuer à gérer le portefeuille et couvrir les coûts de la société de gestion.»

Laurent Borey est associé du cabinet Mayer Brown, en charge de la pratique fiscale du bureau parisien ainsi qu'au niveau mondial. Il est également l'un des responsables du groupe fonds d'investissement du cabinet. Il intervient principalement dans le cadre d'opérations de LBO, mais également en structuration de fonds et transactions immobilières. Ces dernières années, il a notamment géré les opérations Converteam, Materis, Numéricable ou encore Gras Savoye, ainsi que les restructurations de dette de Molex et Terreal. Avocat depuis 1995, Laurent Borey est titulaire d'une maîtrise de droit des affaires et fiscalité de l'Université de Paris II et d'un DESS de fiscalité de l'Université de Dijon.

tiquement des financements staple, tout particulièrement high yield en raison du travail de préparation de l'émission. Plusieurs semaines sont en effet nécessaires pour rédiger l'offering memorandum. Sans ce travail de préparation, la mise en place d'un high yield au closing est pratiquement impossible.

David Darmon : On parle beaucoup de préparation de VDD, des financements, d'analyse de crédit, etc. Mais personne ne parle de la «préparation» en amont des acheteurs potentiels. La base d'une opération de cession réussie est tout de même d'avoir identifié et sélectionné le ou les meilleurs acheteurs potentiels, de les rencontrer, et de leur présenter l'actif et les managers dans de bonnes conditions.

Nicolas Barberis : Il est difficile de trouver un financement, de se préparer en amont, de ne pas rater la fenêtre, etc. Seuls les actifs de grande qualité parviennent à sortir. Et pour ceux-ci de nombreux acheteurs se présentent. Mais il suffit d'un micro-aléa pour perdre tout le monde.

David Darmon : Il faut alors «prendre par la main» ces acheteurs potentiels. Il faut aller les voir quelques mois voire quelques années au préalable, faire de la pédagogie en leur présentant la société et l'histoire de croissance à venir.

Maxence Bloch : Je partage votre point de vue. Et il ne faut pas se focaliser sur le high yield dont on a beaucoup parlé tout à l'heure. Ces financements sont, certes, d'actualité, mais ils concernent en réalité très peu de deals, qui doivent avoir une taille assez importante. Or la majeure partie des dossiers sur le marché consiste en des opérations mid-cap qui ne rentrent pas dans cette cible. Pour ces mid-caps, il existe historiquement trois types de sorties : la bourse, qui n'est plus une vraie option depuis des années ; les LBO secondaires qui se révèlent désormais très difficiles à cause du financement ; et la cession à des industriels qui sont devenus beaucoup plus regardants sur les niveaux de prix.

S'il s'agit d'un très bel actif, sa sortie ne pose pas trop de problème, comme on l'a vu cet été, les financements unitranche ayant servi de ballons d'oxygène aux fonds qui se sont portés acquéreurs. Pour les actifs de moindre qualité, la situation est beaucoup plus compliquée. Il faudra que le fonds vendeur aille chercher des acquéreurs très en amont, pour espérer sortir au niveau de prix souhaité. Or certains fonds n'ont pas ce loisir et souhaitent sortir rapidement mais à un certain prix, pour afficher un track record satisfaisant et repartir en levée. En 2012, certains ont préféré attendre car le marché n'était pas suffisamment porteur, mais ils ne pourront

pas attendre trop longtemps. Or, personne ne sait si les valorisations seront bonnes car la conjoncture n'est pas satisfaisante. Sans financement pour faire le relais, et ne pouvant plus attendre pour sortir, on peut penser que ces fonds devront accepter des performances et des rendements moindres.

Thomas Forschbach : Plusieurs opérations se sont faites cette année à l'arraché, avec seulement une ou deux offres d'achat. La période 2007 où, au premier tour, on recevait cinq offres fermes, est bel et bien révolue.

Maxence Bloch : C'est vrai. Avant même de faire des VDD, le vendeur recevait plusieurs offres ! Néanmoins quelques opérations phares de cet été, ont pu se boucler très vite en sécurisant le financement via une unitranche – une très bonne solution d'attente quitte à refinancer derrière avec un financement senior plus conventionnel.

Laurent Borey : Nombreux sont les groupes sous LBO à faire de la croissance externe. Je peux citer Ludendo qui a acquis cet été le groupe Hamleys. A l'occasion de cette opération, toute la dette a été restructurée. Sur des opérations de LBO de plus petite taille, il a fallu marier deux deals en même temps. Ces opérations se réalisent même si elles sont difficiles, prennent du temps et sont un peu plus chères en termes de coût.

Le marché est tendu mais il reste des marges de manœuvre en travaillant les actifs existants. Un certain nombre de grands groupes font des « amend to extend ». Nous allons revoir des opérations de « recap » qu'on ne voyait plus. La dette bancaire va être renégociée et lorsque l'Ebitda le permet, du numéraire sera remonté au fonds, ce qui lui permettra de réduire son risque et de redistribuer un peu de numéraire aux investisseurs. De nombreuses opérations de ce type pourraient être réalisées en 2013 et 2014. Le CICE (si son champ d'application large se confirme) y aidera.

Maxence Bloch : La croissance externe est une très bonne solution lorsqu'on a un bon actif et qu'on ne peut pas sortir. Elle permet de développer la société en portefeuille pour préparer une meilleure sortie une fois les conditions réunies.

Bruno Candelier : Mais une opération de croissance externe se valorise difficilement en moins de 18 ou 24 mois.

Daniel Benquis : La sortie de LBO doit correspondre à un cycle de la vie de l'entreprise. La sortie ne doit pas arriver par hasard, mais lorsqu'une histoire avec

«Pour la cession de Deutsch, tant que nous n'étions pas certains de réaliser l'opération, nous ne voulions pas perturber la société et son équipe dirigeante car si une cession ne va pas au bout, l'ensemble des salariés de l'entreprise vit un traumatisme.»



David Darmon est directeur associé de Wendel depuis 2005. Diplômé de l'Essec et titulaire d'un MBA de l'Insead, il a commencé sa carrière chez Goldman Sachs à Londres dans le département fusions-acquisitions. Avant de rejoindre Wendel, il était directeur des participations chez Apax Partners où il s'est spécialisé pendant six ans dans les opérations de LBO, et plus particulièrement dans les secteurs des TMT et de la distribution. Au sein du groupe d'investissement coté, David Darmon a notamment participé à la structuration et au suivi des investissements dans Deutsch et Stallergènes jusqu'à leurs cessions.

un actionnaire s'achève. Les opérations sont alors plus simples à réaliser. Dans un contexte économique incertain et donc difficile en matière de financement, changer d'actionnaire en plein milieu d'un cycle, c'est rajouter des difficultés aux difficultés.

Nicolas Barberis : Il reste également toutes les opérations qui ont été réalisées en 2007 et qui sont aujourd'hui d'une taille trop importante pour permettre une sortie. Dans ce cas, on procède à des amend-to-extend car il faut acheter du temps. Nous verrons sans doute beaucoup de sorties de grandes opérations de LBO via des scissions d'activités dans les années à venir, soit parce que les prêteurs le demanderont dans le cadre des renégociations de dette, soit parce qu'une sortie globale sera rendue impossible compte tenu du montant total de dette à refinancer. Même le marché high yield ne pourra pas absorber toute la dette que ces opérations représentent aujourd'hui.

Thibery Gleizes : Nous sommes en effet sur la fin d'un cycle. Les opérations réalisées en 2007 ont aujourd'hui une equity story qui atteint son terme et la difficulté pour les fonds va être d'en trouver une autre pour le deal suivant. Ils pourront passer par des rapprochements de sociétés, ce qui n'est pas sans risque mais peut apporter une valeur ajoutée, ou par des scissions pour qu'une partie puisse être cédée et vivre une nouvelle histoire. Mais aujourd'hui, il n'y a plus de cession facile. Beaucoup de sociétés au parcours tout à fait honorable ces dernières années sont dans une profonde réflexion stratégique. Elles ont besoin de trouver cette nouvelle histoire pour leur second souffle.

Gaëtan Gianasso : Nous avons travaillé sur une opération de refinancement en 2012 qui était intéressante à cet égard. L'acquisition initiale avait été réalisée en 2005 et refinancée en 2007. Les leviers de dette offerts par les banques en 2012 étant inférieurs à ceux de 2007, une réinjection d'equity a donc été nécessaire afin de combler l'écart de quantum de dette entre l'ancienne et la nouvelle. L'investissement en new money était cependant justifié par un nouveau cycle de croissance externe envisagé par le groupe, notamment en Asie.

Didier Pascual : Alain Afflelou est peut-être atypique par rapport aux exemples évoqués mais, hormis l'épisode de la bourse entre 2002 et 2008, les LBO se succèdent. Je considère que le groupe Afflelou est un modèle à LBO. Nous avons une génération de cash qui nous donne 90 % d'Ebitda disponible pour le service de la dette donc l'entreprise a vocation à enchaîner les LBO.

Je ne pense pas que nous ayons besoin de raconter une nouvelle histoire. Il s'agit surtout d'avoir en permanence des perspectives de développement et, mécaniquement, de croissance de l'Ebitda.

Antoine Ernoult-Dairaine : Le bon côté du ralentissement actuel est que nous revenons aux principes fondamentaux du LBO. Soit il faut une activité fortement génératrice de cash-flow, soit il faut que l'actif ait de l'intérêt pour un acquéreur stratégique à la sortie. Les business qui n'ont ni cash-flow, ni acquéreur stratégique en sortie vont aujourd'hui dans le mur.

Rebondir après un échec ?

Didier Pascual : Chez Afflelou, si nous avions échoué au mois de juillet, nous aurions demandé à nos actionnaires une pause à minima de six à douze mois avant de repartir. Pour le management, préparer une sortie est une charge de travail considérable. Nous avons eu l'épisode préalable de l'IPO, finalement abandonnée, donc nous étions sur la brèche depuis 14 mois. Il n'est pas possible de maintenir des équipes sous pression pendant 24 mois avec un échec en bout de course.

David Darmon : Les managers ne sont-ils pas trop exposés lors des sorties ? Pour la cession de Deutsch, nous avons mobilisé seulement le président du conseil et deux managers et nous n'avions pas permis à l'acquéreur de voir personne d'autre avant la semaine précédant le signing. Tant que nous n'étions pas certains de réaliser l'opération, nous ne voulions pas perturber la société et son équipe dirigeante car si une cession ne va pas au bout, l'ensemble des salariés de l'entreprise vit un traumatisme.

Bruno Candelier : Cette solution est possible lors d'un deal en gré à gré avec un industriel mais pour un LBO ou une IPO, c'est illusoire.

Didier Pascual : Cette problématique va au-delà du premier cercle de managers. Ce travail est demandé à l'ensemble des équipes. Au-delà de leur travail quotidien, ils doivent faire davantage de reporting, recevoir des dizaines d'auditeurs pendant des semaines, fournir beaucoup d'informations aux avocats donc tout le monde est impliqué au niveau comptable, contrôle de gestion, juridique.

David Darmon : Justement, n'est-ce pas à l'actionnaire de faire une partie de ce travail plutôt qu'uniquement à l'équipe dirigeante ? Pour les cessions de Stallergenes



«Les incertitudes et les revirements dans l'environnement français de ces derniers mois pourraient avoir abîmé l'attractivité de la France, ce qui serait alors nuisible pour les options de sorties industrielles et concourrait à faire de 2013 une année difficile.»

Martin Naquet-Radiguet, 43 ans, exerce chez PwC depuis 1991. Après six années d'audit aux bureaux de Paris et de Madrid, il a rejoint le département transaction services en 1997, dont il a été coopté associé en 2003. Il en assure l'animation depuis 2009. En quatorze ans, Martin Naquet-Radiguet est intervenu sur plus de 240 missions de due diligence pour le compte d'investisseurs financiers ou industriels, français ou internationaux, en buy-side comme en sell-side, en France ou à l'étranger. Il est diplômé de l'ESCP.

ou de Deutsch, Wendel a fourni sous NDA des informations préalables qui ont permis de qualifier l'intérêt des acheteurs et d'alléger la charge de travail des dirigeants.

Didier Pascual : Au contraire, je pense que ce n'est pas aux actionnaires de jouer ce rôle, à moins d'un management déficient. C'est à l'entreprise et à ses managers de délivrer ce travail bien qu'il soit très lourd.

Gaëtan Gianasso : Sur les opérations large cap où nous rédigeons des VDD ou des offering memorandums, lorsqu'un financement high yield est envisagé, la participation active du management est essentielle à la préparation de ces documents et au déroulé du process.

Nicolas Barberis : Tout dépend du type d'acquéreur. Un industriel est capable de se faire une idée sur un business qu'il observe depuis des années et de mettre le prix sur la table sans passer par une enchère organisée. Dans de telles situations, il peut même arriver qu'une très grande partie du management ne soit mise au courant que très peu de temps avant la transaction. Si on opte pour une enchère et pour la préparation de financements staple en amont, l'histoire est alors totalement différente. Il est impossible de contourner l'information et de garder l'opération confidentielle.

Daniel Benquis : On peut travailler sur une standardisation des reportings à condition qu'ils soient très bien conçus en amont pour définir les analyses dont on a besoin pour la sortie. Dans ce cas, les travaux de VDD sont raccourcis car tout est formaté dès le départ. Il est possible également d'utiliser les reportings pour contacter un acheteur potentiel sans trop occuper le management. Bien que la comparaison ait des limites, les sociétés cotées produisent une information permettant à un acheteur de se prononcer sur la qualité de l'actif. Il y a donc un travail d'anticipation sur les éventuelles questions qui seront posées par les acheteurs. Sur le dossier Unipex, il n'y avait pas de VDD, le travail s'est fait donc dès le début sur la base des reportings.

Maxence Bloch : Il y a quand même eu un travail de due diligence très approfondi.

Daniel Benquis : En effet, mais grâce à un reporting de qualité.

Didier Pascual : C'est loin d'être suffisant. Le groupe Afflelou était coté jusqu'en 2008 et nous n'avons pas baissé le niveau de notre reporting. Au contraire, aujourd'hui, nous avons une analyse encore plus fine. Donc ce n'est

pas forcément suffisant vis-à-vis des acquéreurs.

Daniel Benquis : Bien sûr, mais cette méthode permettrait d'accélérer le process.

Maxence Bloch : Le management ne sera quand même pas épargné car le niveau de due diligence lors des sorties ne cesse d'augmenter. Les acheteurs sont prêts à passer plus de temps, voire à se retirer d'une opération s'ils ne sont pas satisfaits. Mais la notion de cycle de l'entreprise est très importante. Le marché actuel ne permet pas de LBO intermédiaires permettant de faire tourner l'actif lorsque l'entreprise n'est pas vraiment en état de faire une nouvelle opération. Auparavant, nous faisons une opération secondaire au bout de 18 mois ou deux ans parce que ce n'était pas dérangeant pour l'entreprise et que la croissance était là. Maintenant, il faut qu'une transaction corresponde à quelque chose. D'ailleurs, les investisseurs gardent leurs actifs un peu plus longtemps, quitte à les développer par de la croissance externe car il faut proposer à la vente un actif consistant.

Gaëtan Gianasso : Les sorties au bout de deux ans étaient des process express qui ne perturbaient pratiquement pas le management. On pouvait le concevoir en cours de cycle.

Thomas Forschbach : La grande différence aujourd'hui est qu'on envisage l'ensemble des situations possibles dans le process de cession, y compris l'échec. Les fonds agissent en deux temps et commencent par des projets de cession au profit de financiers ou d'industriels mais réfléchissent en amont à d'autres solutions alternatives, comme une recap ou une scission, dans l'hypothèse où le process n'aboutirait pas. Ces scénarios alternatifs ne sont d'ailleurs pas nécessairement négatifs et peuvent engendrer des issues extrêmement satisfaisantes. Cette année, dans le cadre de nos opérations, assez significatives d'ailleurs, il est assez vite apparu qu'une sortie globale ne serait pas le scénario idéal. Nous avons donc travaillé en amont avec le client et la cible sur plusieurs restructurations du groupe qui se sont ensuite matérialisées par plusieurs cessions à des acquéreurs différents qui auraient sans doute moins valorisé l'ensemble.

Antoine Ernoul-Dairaine : Parce qu'une entreprise se remet difficilement d'un échec, sa réputation est teintée, elle perd instantanément de la valeur.

Bruno Candelier : Il faut aussi s'accorder un horizon de temps suffisant pour reconstruire une equity story attractive.



«Les investisseurs gardent leurs actifs un peu plus longtemps, quitte à les développer par de la croissance externe car il faut proposer à la vente un actif consistant.»

Maxence Bloch est associé de SJ Berwin depuis 2003 et a été élu au management committee du bureau parisien en 2012. Il intervient en fusions-acquisitions et plus particulièrement dans les opérations de capital-investissement. Il a commencé sa carrière en 1994 au sein du cabinet Thomas & Associés avant d'intégrer le cabinet Hausmann entre 1995 et 1997, période au cours de laquelle il est détaché à la direction juridique d'une filiale de Valeo pendant un an. Il a ensuite rejoint Clifford Chance pour y développer la pratique private equity. Maxence Bloch est titulaire d'une maîtrise de droit des affaires de l'Université de Nancy, d'un magistère de juriste d'affaires, d'un DEA de droit communautaire ainsi que d'un Diploma of English Legal Studies de l'Université de Sheffield.

Thomas Forschbach : Aujourd'hui, lorsqu'un vendeur n'est pas sûr de son process, plutôt que de l'annoncer, il fait quelque chose de plus discret et moins formel. Le process se construit ainsi de lui-même au fur et à mesure.

Maxence Bloch : On voit en ce moment des process de vente où il n'y a pas date de remise d'offre pour le premier tour ni pour le deuxième.

Thibery Gleizes : Nous avons aussi vu des process qui commencent par l'éducation des banques pour s'assurer que l'opération est finançable. Dans un deuxième temps, l'information circule auprès des fonds de private equity. Les fonds gardent des marges de manœuvre si le feedback n'est pas celui escompté afin d'avoir d'autres options. Des réflexions sur des dual tracks sont menées, avec soit un refinancement et une dividend recap, soit une cession.

Maxence Bloch : Les fonds en fin de vie peuvent demander une extension mais au bout d'un moment, ils devront partir en gestion extinctive.

Daniel Benquis : En économie, l'ajustement entre offre et demande se fait par le prix. Mais on doit tenir compte également du facteur temps. Si l'on compare au marché de l'immobilier actuel, on constate une baisse des volumes de transactions mais pas de baisse des prix puisque la majorité des propriétaires n'est pas poussée à vendre. Le LBO est dans le même schéma depuis un certain temps. Mais pour des fonds en fin de vie, si le temps manque, l'ajustement ne peut se faire que sur le prix. Il n'y a que cette solution.

Laurent Borey : Si l'on met de côté les structures comme Wendel ou Eurazeo, un fonds vit des commissions qu'il appelle auprès de ses investisseurs qui se sont engagés sur un montant donné. Au bout d'un moment, certains fonds pourraient être amenés à vendre faute de ressources pour continuer à gérer le portefeuille et couvrir les coûts de la société de gestion. Les opérations de 2005 ou 2006 encore en portefeuille sont le vrai sujet aujourd'hui. Pour un certain nombre d'entre elles, les perspectives de « carried interest » pour les managers du fonds sont nulles. Ils ne conservent pas ces actifs pour essayer de sauver un carried qui n'existe plus, mais tout simplement pour attendre le moment propice et retourner quelque chose à l'investisseur qui soit un minimum intéressant.

Gaëtan Gianasso : Il est aussi dans l'intérêt des LPs que

les sociétés de gestion ne cèdent pas les actifs lorsque les conditions de marché ne sont pas propices au retour sur investissement escompté.

De nouveaux acteurs arrivent sur le marché. Des fonds rachètent les positions des LPs ou rachètent d'autres fonds. Nous allons également en voir s'intéresser directement à l'actif en rachetant de la dette et travailler à une reprise un peu moins pacifique de l'actif.

Didier Pascual : Il y a aussi le sujet du manager et de son package. Les fonds avaient fait de grandes promesses aux managers en 2005-2007 et doivent annoncer aujourd'hui à certains qu'ils ont perdu leur package. Il faut aussi gérer cette situation.

Maxence Bloch : Des packages ont d'ores et déjà été renégociés pour permettre une sortie dont on sait qu'elle ne permettra pas au package initial de jouer.

Nicolas Barberis : C'est généralement le parallèle de l'amend-and-extend, voire le préalable. Il faut faire un nouveau business plan et remotiver les troupes. Refaire les packages est parfois un travail plus compliqué qu'un amend-and-extend car il y a des problématiques moins faciles à résoudre.

Laurent Borey : Nous avons une multiplication des techniques et des outils, un champ de complexité beaucoup plus important qu'avant. La diversité des combinaisons possibles rend la situation très compliquée.

Thomas Forschbach : A ce jour, je n'ai pas d'exemple en tête, en Europe, d'opération de sortie forcée simplement parce que le fonds était en position de liquidation. C'est dans l'intérêt de tout le monde.

Martin Naquet-Radiguet : L'arbitrage se fera nécessairement sur le prix. En 2012, les current tradings sont déclinants, et 2013 est incertaine en la matière. Même si on maintient le même multiple de sortie mais qu'on l'applique à un Ebitda en baisse, l'écart augmente mécaniquement entre le prix possible et le prix espéré.

Laurent Borey : Nous remarquons beaucoup de groupes industriels, familiaux pour la plupart, qui réfléchissent à une diversification de leurs activités et créent une poche de 150 ou 200 millions d'euros pour faire des acquisitions et qui ont donc une activité proche de celle des fonds. Ils recrutent des équipes dédiées à cette activité. Cette démarche va un peu plus loin que le family office. Les volumes ne seront pas significatifs, mais ces nouveaux acteurs seront présents.



«Il y a eu de nombreuses sorties au profit d'industriels étrangers l'année dernière, notamment américains. Mais je ne suis pas certain que cela sera encore le cas l'année prochaine.»

Gaëtan Gianasso est associé du cabinet Latham & Watkins au sein du département corporate. Sa pratique couvre le droit des sociétés, les fusions et acquisitions et, en particulier, les acquisitions avec effet de levier (LBOs). Il possède une expérience significative en qualité de conseil auprès d'investisseurs institutionnels dans le domaine du private equity, notamment dans le cadre de leurs acquisitions et cessions, ainsi que dans le financement de ce type de transactions.

Daniel Benquis : Il y a eu des sorties atypiques dont tout le monde rêve, vers des acheteurs étrangers. IK Partners a fait une très belle sortie l'an dernier en Belgique en allant chercher un industriel chilien que personne n'avait anticipé à Paris.

Maxence Bloch : Nous avons également vu beaucoup d'acheteurs industriels américains. Nous avons fait trois ou quatre sorties ces deux dernières années avec des groupes américains.

Daniel Benquis : Nous travaillons de plus en plus aussi avec des Asiatiques : des Chinois ou des Indiens. Ils ne se positionnent pas sur des actifs dits classiques, mais sur des actifs parfois en souffrance, détenteurs d'un savoir-faire ou de technologies. Ne nous trompons pas, ils ne font tout de même pas légion aujourd'hui, mais le facteur multiplicateur n'est pas neutre. L'exemple de PAI qui a travaillé, il y a deux ans, avec des acheteurs thaïlandais en est une bonne illustration. Ces nouveaux acteurs n'étaient pas du tout présents il y a quatre ou cinq ans.

Gaëtan Gianasso : Il y a effectivement eu de nombreuses sorties au profit d'industriels étrangers l'année dernière, notamment américains. Mais je ne suis pas certain que cela sera encore le cas l'année prochaine, notamment en raison du manque de visibilité et de l'environnement en France.

Maxence Bloch : J'aimerais revenir sur le sujet des prix. Nous avons noté quelques sorties dont le prix affiché incluait une partie en crédit vendeur conditionné à la prochaine sortie. Cet usage permet d'afficher un prix qui ne sera peut-être pas payé en totalité.

Gaëtan Gianasso : Absolument, cet instrument fait partie de la boîte à outils permettant de conclure une sortie avec un certain affichage même si finalement le prix n'est pas celui-ci. Nous travaillons actuellement sur une opération où les niveaux de financement senior obtenus étaient inférieurs aux attentes, et qui n'a pu se débloquer que grâce à la mise en place d'un crédit vendeur.

Nicolas Barberis : Je pense que c'est le cas sur les LBO primaires. Mais pour les sorties de LBO secondaires, les fonds n'ont généralement pas ce souci d'affichage des prix de vente que rencontrent les industriels qui ont eux des problématiques comptables vis-à-vis de leurs actionnaires et de leur direction. Quelques ventes ont eu lieu l'année dernière pour lesquelles l'idée était clairement d'atteindre cet objectif d'affichage de prix, même si une partie devait ne pas être versée in fine.

La réforme fiscale : quel impact sur les sorties de LBO ?

Laurent Borey : En matière de fiscalité, de nombreux aspects ont été impactés. L'industrie a été déstabilisée notamment à travers les changements de cadre fiscal pour les instruments de motivation des managers des groupes industriels (la taxation des actions gratuites et des stocks options). Il est donc aujourd'hui nécessaire de réinventer les rémunérations des dirigeants, mais également des managers. S'agissant des fonds d'investissement, nous avons, je pense, une véritable problématique d'organisation de la « maison fonds » car la réforme fiscale touche l'ensemble des flux : salaires, dividendes, plus values et carried interest. Elle est susceptible, dans certains cas, de créer un désalignement des intérêts des managers sur ceux des investisseurs. Il faut donc rassurer les investisseurs sur ce point et traiter cette problématique en amont. Il existe des points positifs : le gouvernement semble aujourd'hui conscient de la nécessité du capital et de la dette. Ils ont ainsi sauvé le régime fiscal de faveur des FCPR et des SCR. Nous demeurons donc globalement dans un environnement où l'on favorise l'investissement.

Daniel Benquis : L'augmentation de l'imposition complique effectivement la situation, mais ce phénomène est le même, dans une moindre mesure certes, partout en Europe.

Laurent Borey : Il y a eu quelques maladroites et nous pouvons le voir à la lecture du projet de loi et du projet loi de finances rectificative. Les textes vont souvent au-delà de l'exposé des motifs.

Thibery Gleizes : Le schéma de déductibilité des intérêts est certes moins favorable que ce que nous avons auparavant, mais il ne nous empêche effectivement pas de travailler. Il nous permet de continuer à bénéficier d'un certain leverage et du bénéfice, pour une partie significative, de l'intégration fiscale. Le manque à gagner se traduira probablement par un ajustement du prix. Mais ce schéma demeure plus intéressant que ceux qui existent en Allemagne ou en Espagne qui sont trop procycliques en se basant sur le pourcentage de l'Ebitda. Lorsque celui-ci baisse, on note alors un phénomène de double peine avec une baisse de la rentabilité et une augmentation de l'imposition. Nous avons longtemps pensé hériter de ce schéma. Au final, la déductibilité des intérêts, même si elle est pénalisante, ne nous empêche pas de travailler.



«Une opération de croissance externe se valorise difficilement en moins de 18 ou 24 mois.»

Bruno Candelier a rejoint en 2001 Apax Partners où il exerce la fonction de directeur associé, responsable de l'équipe distribution & biens de consommation. Il travaillait précédemment chez McKinsey & Company à Londres, Paris et Johannesburg. Il siège aux conseils d'administration de Maisons du Monde, Thom Europe (Histoire d'Or et Marc Orian), Groupe Royer et IEE. Bruno Candelier est diplômé de l'Ecole nationale des mines de Paris et est titulaire d'un MBA de l'Insead.

Laurent Borey : Avec ce nouveau cadre fiscal, nous devons probablement modifier la structuration de certains investissements : désormais le revenu le moins fiscalisé est le dividende et non la plus-value. Le dividende n'est pas compatible avec un PEA, mais les plus-values le sont. Nous aurons donc des arbitrages à faire sur les prochains LBO, mais nous ne savons pas encore comment nous les trancherons. Aujourd'hui le plus important est d'arriver à une stabilité fiscale. Il n'est pas souhaitable que le gouvernement modifie à nouveau ce cadre. La fiscalité des entreprises est relativement peu modifiée.

Gaëtan Gianasso : La stabilité doit effectivement être préservée. Ceci est d'autant plus nécessaire que nous avons eu pas moins de sept lois de finance rectificatives en deux ans. Sur un deal récent, nous avons dû prévoir différents scénarios circonstanciels.

Maxence Bloch : Effectivement. Cet été, nous avons dû prévoir trois mémos de structure fiscale pour chaque dossier en fonction des hypothèses de modifications. Nous faisons un modèle calqué sur le modèle allemand, un modèle prenant en compte les 80 % de déductibilité... C'était invraisemblable, pourtant les opérations se concluaient quand même. Donc si nous avons un cadre stabilisé, les opérations seront facilitées. A cet égard, il faut remarquer que le schéma proposé par la loi de finances – délais d'exonération sur les plus-values, taux envisagés – reste compatible avec des opérations de LBO. Les opérations se feront et tout ceci permettra peut-être également de faciliter et de remettre de la liquidité sur le marché l'année prochaine si les current tradings se maintiennent. Et ce d'autant plus que le CICE devrait avoir un effet intéressant à court terme.

Laurent Borey : Effectivement, mais que nous demandera le gouvernement en contrepartie dans le schéma de la loi 2013 ? Certains groupes dégageant 200 millions d'Ebitda ont pu faire 40 millions d'Ebitda supplémentaires avec le crédit impôt. Ce crédit d'impôt sera logé très certainement dans l'Ebitda, car c'est une dilution de la masse salariale qui rentre donc dans les normes comptables.

Quelles perspectives pour 2013 ?

Martin Naquet-Radiguet : Il ne faudrait pas que la France pâtisse d'un problème d'attractivité auprès des investisseurs étrangers qui ont quand même représenté des options de sorties crédibles et réelles ces dernières années. Je pense notamment aux Américains bien sûr, mais aussi aux Indiens qui sont sous le feu de l'actualité à leur corps défendant. Les incertitudes et les revirements

dans l'environnement français de ces derniers mois pourraient avoir abîmé l'attractivité de la France, ce qui serait alors nuisible pour les options de sorties industrielles et concourrait à faire de 2013 une année difficile.

Daniel Benquis : Nous constatons effectivement que l'attractivité de notre territoire s'érode mais elle demeure tout de même très forte. Nous restons plus attractifs que l'Allemagne, mais on peut se poser la question de savoir quand les deux courbes d'attractivité vont se croiser.

Gaëtan Gianasso : Néanmoins, nous ne subissons plus cet attentisme dont nous avons souffert en ce début d'année et lors de l'attente de la sortie du projet de loi de finance cet automne.

Antoine Ernoult-Dairaine : Nous avons effectivement besoin de stabilité dans l'environnement fiscal mais avant tout de visibilité pour que les opérations se fassent, or pour l'instant nous n'en avons pas.

Bruno Candelier : Il n'y a pas aujourd'hui beaucoup de business pour lesquels nous pouvons avoir des certitudes sur le current trading de 2013 et les perspectives à moyen terme. Il y a aujourd'hui des actifs à vendre, mais les processus de cession risquent d'être longs et incertains.

Martin Naquet-Radiguet : S'agissant des groupes très internationaux, les perspectives purement franco-françaises ne comptent presque pas et ce sont les tendances des marchés finaux qui importent. Pour ce type de groupes, cela n'empêchera pas les opérations de se faire.

David Darmon : Absolument. Je pense que pour les sociétés avec une exposition géographique très diversifiée ou présentant un intérêt stratégique fort, les acheteurs seront au rendez-vous.

Daniel Benquis : Nous avons travaillé ce printemps sur la cession de Fives. C'est un groupe pour lequel il y a une importante base de travail en France mais qui est très exposé à l'international. Le fait que la France soit moins attractive et ne se porte pas aussi bien qu'avant n'est presque pas un sujet pour eux. Pour de nombreux groupes, la situation française n'a que peu d'impact et ce d'autant plus que les Etats-Unis présentent de bons résultats économiques et que l'Amérique du Sud et l'Asie continuent à bien se porter. Nous travaillons par exemple actuellement sur de belles opérations au Mexique et au Brésil. Pour les sociétés «franco-françaises», la situation continuera d'être compliquée pendant encore quelque temps. ■

Propos recueillis par
Florent Le Quintrec et Ondine Delaunay



«Nous avons effectivement besoin de stabilité dans l'environnement fiscal mais avant tout de visibilité pour que les opérations se fassent, or pour l'instant nous n'en avons pas.»

Antoine Ernoult-Dairaine est associé gérant chez Sagard depuis 2003. Diplômé de l'ESCP, il a passé quinze années au sein d'institutions financières internationales où il a développé une forte expertise transactionnelle et financière. Il a débuté sa carrière au département fusions-acquisitions du CCF à Milan, puis à Paris, avant d'intégrer celui de Salomon Brothers à Londres en 1997. En 2000, il a rejoint le département M&A de Goldman Sachs à Londres, puis à Paris. Antoine Ernoult-Dairaine a réalisé neuf investissements pour le compte de Sagard : Groupe Moniteur, Depolabo, Kiloutou, Vivarte, FläktWoods, Ceva Santé Animale et EuroDough.