

LBO : le Small-Cap reste toujours aussi porteur



Dans les locaux du cabinet d'avocats Lamartine Conseil

Le 6 Mars 2019



Réunis autour du président de la société Embryolisse, six experts du LBO Small-Cap nous ont livré 2 heures de débats passionnants. Levée de fonds, build-up, transformation digitale, ESG ou encore développement à l'international : tous les thèmes clefs y ont été abordés avec l'enthousiasme de ceux qui pensent que ce segment a de beaux jours devant lui.

Olivier Bénureau, Magazine des Affaires : Les chiffres des différents bureaux d'études font état d'une chute de 30 % de l'activité M&A en valeur et dans le même temps d'une augmentation de 10 % en volume. Constatez-vous les mêmes tendances en LBO ?

Olivier Renault, Lamartine Conseil : Nous ne constatons pas de baisse sur le small-cap car nous travaillons en volume et non en valeur. Je dirais que la tendance est toujours à une forte activité. Certes, les cibles se raréfient et la compétition s'accélère mais notre champ d'intervention demeure assez large. Nous intervenons sur des opérations primaires, secondaires et tertiaires, mais aussi sur des opérations de build-up qui sont parfois aussi importantes voire structurantes que le LBO initial.

Olivier Bénureau, M&A : Quelle est la part des build-up sur les 140

opérations réalisées par Lamartine Conseil en 2018 ?

Olivier Renault, Lamartine Conseil : Les build-up représentent environ 25-30% des opérations que nous conseillons. Ils peuvent d'ailleurs être très structurants : si un fonds valorise une belle cible dans le cadre d'un LBO sur la base d'un multiple de 10 fois l'Ebitda et partant du principe que la croissance en France reste très faible, il aura intérêt à opérer des croissances externes, notamment à l'étranger.

Bertrand Le Galcher Baron, Invest CF : Je partage cette analyse même si 2017 avait été une année encore meilleure que 2018. Le pic du cycle était selon moi en 2017. 2018 reste une bonne année, sans doute moins homogène car nous avons connu des périodes très actives et des périodes de creux. Le début d'année était moins porteur. Puis cela s'est accéléré avec l'arrivée de beaux dossiers sur le Smid-

Cap. Par comparaison, 2017 était plus porteuse sur le Mid-Cap. Cependant, en termes de volumes, 2018 est toujours aussi active. A l'échelle d'Invest Corporate Finance, nous avons dû faire deux ou trois opérations de moins, mais ce n'est pas significatif.

Olivier Lelong, ACA Nexia : C'est exactement ce que nous ressentons. Au cours du premier semestre 2018 la dynamique était aussi forte qu'en 2017. A partir de la rentrée en septembre, on a ressenti une légère accalmie, mais au final avec des volumes toujours aussi importants sur l'année.

Olivier Renault, Lamartine Conseil : J'ai par contre le sentiment que le taux de transformation des dossiers étudiés a baissé sur l'année.

Olivier Bénureau, M&A : Est-ce dû à l'augmentation des valorisations et la difficulté à trouver un accord sur le prix ?



Bertrand Le Galcher Baron

- Bertrand Le Galcher Baron est aujourd'hui Directeur Général Délégué d'Invest Corporate Finance. Avant de rejoindre Invest Corporate Finance en 2012, Bertrand était Associé-Gérant et a été l'un des fondateurs de Mandel Partners (2008-2012).
- Pour mémoire, Bertrand avait participé comme Associé à la croissance d'Aforge Finance avec plus d'une trentaine d'opérations de M&A « industrielles » et LBO (2000-2008). Auparavant, il a été économiste de marché de la Banque du Louvre, analyste chez Siparex, puis au sein de la Société Privée de Gestion et de Conseil en fusions-acquisitions.
- Au cours de l'année 2016, L'IONE et Associés et Invest Securities Corporate ont fusionné pour devenir Invest Corporate Finance. Les équipes M&A d'Invest Corporate Finance sont montées en puissance au cours des trois dernières années. Elles font désormais partie des cinq boutiques M&A les plus actives du marché avec 27 opérations conseillées sur l'exercice 2018.

Maxime Dequesne, Lamartine Conseil : Les budgets 2017/2018 des cibles étaient ambitieux mais les atterrissages n'étaient pas toujours au rendez-vous. Ce qui complique la dynamique des opérations.

Bertrand Le Galcher Baron, Invest CF : Les due diligence se sont étalées dans le temps, et cela se traduit également par des négociations plus longues...

Frédéric Mimoun, Omnes : L'année 2018 a été meilleure que les années précédentes, en nombre d'opportunités. Ce segment se caractérise par un nombre d'opérations assez constant qui oscille entre 500 et 550 chaque année. Au sein de notre équipe Small-Cap, nous regardons en moyenne 150 opportunités par an. Cette année, nous en avons étudié près de 200. L'afflux de liquidités

sur le segment Mid-Cap et au-delà, favorise naturellement une hausse des valorisations – ce qui diffère du segment small-cap. En effet, certaines

“Les due diligence se sont étalées dans le temps, et cela se traduit également par des négociations plus longues...”

Bertrand Le Galcher Baron

équipes historiques du Small-Cap qui ont levé des sommes plus importantes s'attaquent à des cibles aux valeurs d'entreprises plus élevées et libèrent « de la place » pour des acteurs traditionnels du Small-Cap à l'instar

d'Omnes ou de nouveaux entrants.

Bertrand Le Galcher Baron, Invest CF : C'est ce qui va provoquer la création de nouvelles équipes dans le Small-Cap par les plateformes de Private Equity qui ont émergé ces dernières années.

Frédéric Mimoun, Omnes : En effet tant en greenfield qu'au sein de structures traditionnellement orientées Mid to Large Cap, on observe cette tendance : de nouvelles équipes dédiées au Small-Cap apparaissent.

Jean-Bernard Meurisse, Initiative & Finance : Je suis d'accord sur une relative constance du deal flow. Initiative & Finance reçoit de l'ordre de 400 dossiers par an; ce qui ne veut pas dire qu'elle couvre 80% du marché car dans les 400 il y a des start-ups, du retournement, etc., donc des

Olivier Renault

- Olivier Renault est associé gérant de Lamartine Conseil, et diplômé en droit des affaires et fiscalité de l'Université de Paris I. Spécialisé sur le Small-Cap, il est intervenu à titre personnel sur quelques centaines de LBO/OBO/MBI depuis le début de sa carrière. Entrepreneur dans l'âme, il a une connaissance pointue des entreprises, ainsi que des problématiques de leurs dirigeants, qu'il accompagne à toutes les étapes de leur vie (LBO, Build-Up, refinancement...).
- Lamartine Conseil est présent en France au travers de ses bureaux de Paris, Lyon et Bordeaux et assiste ses clients dans le cadre de leurs opérations à l'international au travers d'un réseau de best friends. Spécialisé en Private Equity et couvrant les segments Small-Cap et Mid-Cap, le cabinet conseille régulièrement des fonds comme Naxicap, Initiative & Finance, Parquest, Innovafonds, Andera, Eurazeo PME, CM-CIC, Amundi ou Turenne. Le cabinet réalise plus d'une centaine d'opérations par an et a développé une forte expertise dans les secteurs de la santé, de l'immobilier et du BTP. En 2018, Lamartine Conseil a notamment conseillé les mbo sur BVA, Euro Cargo Services, Proferm, Vitaprotech, la cession de AC Environnement et piloté la transition managériale du groupe Demathieu Bard.



projets hors cible. On a beau déployer beaucoup d'efforts, faire du marketing pour expliquer notre stratégie, on continue à recevoir quand même beaucoup de dossiers hors cible. Pour autant nous avons remarqué une augmentation du deal flow sur le premier semestre 2018. Il y a plusieurs années, nous étions un peu en-dessous de 400, alors que là, on s'est plutôt situé vers 450 dossiers, donc avec une augmentation en nombre, mais pas forcément en transformations. Après, quand Frédéric indiquait qu'il y a une limitation des montants disponibles, pour ma part j'ai l'impression qu'il y a eu une augmentation des ressources disponibles sur le small-cap, en priorité sur le haut du segment. De notre côté, nous souhaitons rester sur notre segment d'intervention en investissant de 2 à 15 millions d'euros, et plus si affinité avec du co-investissement de la part de nos souscripteurs qui nous

appellent régulièrement pour cela. Pour un deal où il n'y aurait que 2 millions à

“Nous intervenons sur des opérations primaires, secondaires et tertiaires, mais aussi sur des opérations de build-up qui sont parfois aussi importantes voir structurantes que le LBO initial.”

Olivier Renault

mettre, nous devons estimer s'il y a un potentiel important, par exemple de

faire la même plus-value avec un ticket de 2 qu'avec un investissement de 3 ou 4 millions d'euros. Si c'est possible, on ne va pas s'en priver.

Olivier Bénureau, MdA : Vous intervenez en minoritaire ou en majoritaire ?

Jean-Bernard Meurisse, Initiative & Finance : Les deux et depuis toujours. À peu près 80% de nos opérations se font avec un effet de levier (LBO), assez équilibrées entre positions minoritaires et majoritaires, et on compte à peu près 20% de capital développement ou de rachat de positions minoritaires sans levier.

Olivier Bénureau, MdA : Dans le contexte concurrentiel que l'on connaît, vous avez réalisé combien d'investissement l'an passé ?



Alain Cassam-Chenai

- Alain Cassam-Chenai est docteur en Pharmacie et président des laboratoires Embryolisse depuis 1998. Précédemment, Alain était président du Laboratoire MEDIX (Biafine, Aloplastine...)
- Son équipe est réduite par la taille mais terriblement efficace dans le développement. Né il y a plus de 70 ans, la société qui enregistre un chiffre d'affaires supérieur à 20 millions d'euros devrait doubler d'ici trois à quatre ans par croissance organique. Connue et reconnue dans le monde entier, son produit phare, le Lait-Crème Concentré® Embryolisse conçu par un Dermatologue Parisien, s'est construit une réputation, notamment auprès de maquilleurs professionnels et est aujourd'hui vendu à des millions d'exemplaires, entraînant derrière lui les produits les plus innovants de la gamme Secret de Maquilleurs®.
- Les laboratoires Embryolisse enregistrent une croissance à deux chiffres depuis de nombreuses années et fait plus de la moitié de son chiffre d'affaire à l'international.

Jean-Bernard Meurisse, Initiative & Finance : Six, hors build-up, et sept croissances externes. Nous réalisons principalement des opérations primaires, et nous les aidons à croître, notamment par acquisitions. Et actuellement on a pas loin du tiers de notre deal flow en build-up. C'est vraiment quelque chose en pleine croissance. Depuis quelques années nous participons à autant de croissances externes que de nouveaux investissements.

Olivier Bénureau, MdA : Est-ce que c'est pour gérer l'augmentation des valorisations, avec l'obligation d'apporter de la valeur le plus rapidement possible ou est-ce dû tout simplement à la maturité du marché ?

Olivier Renault, Lamartine Conseil : Il y a des activités dites à build-up et

des activités où cela ne sert à rien, car la croissance organique de l'entreprise,

“La solution pour nous a été d'exporter. Effectivement aujourd'hui plus de 60% de notre business se fait à l'international contre 30 % il y a deux ans.”

Alain Cassam-Chenai

en avance sur son marché par exemple, se suffit largement à elle-même.

Jean-Bernard Meurisse, Initiative & Finance : C'est quelque chose que

l'on propose de plus en plus souvent aux dirigeants lorsque c'est pertinent. Nous cherchons les cibles idéales et nous réfléchissons à ce que l'on peut envisager ensemble. Nous avons une démarche beaucoup plus proactive. C'est à la fois la maturité du marché, de l'équipe, etc. mais c'est aussi la conséquence de la création de valeur. Il faut aller la chercher ! La croissance en France étant proche de zéro, il n'y a pas de secret. Soit nous sommes condamnés à constater l'érosion de la performance des fonds que nous gérons, soit nous devons trouver des leviers de création de valeur.

Olivier Bénureau, MdA : Est-ce que les banquiers proposent systématiquement des « Build-up » quand ils présentent une cible ?

Bertrand Le Galcher Baron, Invest CF : Tout à fait ! Certaines banques

Frédéric Mimoun

- Frédéric Mimoun a rejoint l'équipe de gestion du fonds d'Omnes en septembre 2016 en tant que Directeur d'investissements dans l'équipe Capital Développement & Transmission small cap. En Septembre 2018, il est nommé Directeur d'investissements senior et suit les participations Batiweb, InCA et ABMI
- Diplômé de l'Ecole Spéciale des Travaux Publics Paris, Frédéric Mimoun a démarré sa carrière chez Arthur Andersen en Recovery/Transaction Services, puis à la Société Générale en M&A à Londres. Il intègre ensuite RBS en tant que Directeur des équipes d'origination Leveraged Finance, avant de rejoindre Nixen Partners. Frédéric Mimoun était depuis 2015 Responsable du pôle Private Debt pour la France et le Benelux chez Blackrock.
- Avec 3,6 Mds€ sous gestion, Omnes Capital est un acteur majeur du capital investissement et de l'investissement en infrastructure. Il est actif dans trois métiers, le Capital Développement & Transmission, le Capital Risque et l'Infrastructure. Sous la responsabilité de Benjamin Arm, Associé gérant, l'équipe Capital Développement & Transmission Small Cap compte 6 professionnels avec à son actif, plus de 30 opérations d'investissement réalisées en 10 ans.



d'affaires sont assez actives là-dessus. Elles font un screening des participations des fonds et réfléchissent aussi en termes de build-up et pas seulement en termes d'opérations de LBO secondaires.

Jean-Bernard Meurisse, Initiative & Finance : Ce qui crée aussi auprès des entreprises qui sont dans un schéma de Build-up, des contraintes nouvelles. Notamment des contraintes d'intégration, de transformation, car sinon il n'y a pas d'augmentation de valeur.

Olivier Renault, Lamartine Conseil : Et cette pratique apporte de la maturité aux équipes de direction des PME, également.

Olivier Bénureau, MdA : Alain, vous avez réalisé des build-up ?

Alain Cassam-Chenai, Embryolisse : Pas vraiment. Nous avons eu à gérer une marque avec beaucoup de potentiel et on y a mis tous nos moyens. Il était

“Batiweb a réalisé 3 croissances externes et cela a contribué à multiplier par 3 son chiffre d'affaires et son Ebitda.”

Frédéric Mimoun

important de ne pas se disperser. Par contre, nous n'excluons pas un build-up, mais à condition que cela apporte de la valeur ajoutée à notre dispositif. D'autres intervenants de notre marché se déploient sur plusieurs marques car

elles ont des moyens plus importants. Notre structure est encore light !

Olivier Bénureau, MdA : Qu'est-ce que cela change d'avoir des investisseurs au capital au quotidien ?

Alain Cassam-Chenai, Embryolisse : Notre nouvel actionnaire, MBO Partenaires, nous encourage à mieux nous structurer pour préparer l'avenir.

Olivier Bénureau, MdA : Est-ce que c'est uniquement au niveau de la structuration financière ?

Alain Cassam-Chenai, Embryolisse : Pas seulement. Il nous supporte aussi pour faire les bons choix, arbitrer sur les bonnes priorités, tant au niveau de notre développement à l'international que dans la transformation digitale. Il faut s'ouvrir vers de nouvelles

Maxime Dequesne

- Maxime Dequesne est associé de Lamartine Conseil. Il est titulaire d'une maîtrise en droit des affaires et fiscalité et d'un DEA de Droit Nord-Américain des affaires de l'Université de Paris I. Il est également diplômé de l'ESSEC.
- Maxime intervient principalement sur des opérations de capital investissement sur les segments upper Small-Cap et Mid-Cap au côté des fonds, ainsi que sur des opérations de M&A international et de venture. Il a également participé à plusieurs restructuration de LBO Large-Cap en difficulté et continue d'accompagner ses clients sur ces aspects lorsque leurs sociétés de portefeuille font l'objet de difficultés financières. Maxime compte parmi ses principaux clients Eurazeo PME, Andera, CM-CIC, Mediapost et Idinvest.
- Maxime a rejoint le cabinet Lamartine en 2016. De langue maternelle anglaise, Maxime est notamment en charge de l'animation du réseau international de correspondants du cabinet.



compétences, cela crée une dynamique, une obligation de bouger et c'est salutaire.

Olivier Bénureau, Mda : Une PME telle que la vôtre a-t-elle l'obligation d'aller à l'international ?

Alain Cassam-Chenaï, Embryolisse : Pour nous c'était un axe vital. On est sur un marché qui est extrêmement concurrentiel en France (cosmétique). Les parts de marché sont très difficiles à aller chercher. La solution pour nous a été d'exporter. Effectivement aujourd'hui plus de 60% de notre business se fait à l'international contre 30 % il y a deux ans. Et l'effet vertueux de ce mouvement est que l'on devient attractif en France. Les pharmacies et parapharmacies constatent la demande croissante et souhaitent référencer nos gammes de produits. Donc on a eu une stratégie de Pull plutôt que de Push en France, et à l'inverse une stratégie assez conquérante à l'international car on est

sur quasiment tous les grands marchés. Nous avons une belle position au Japon avec une structure que l'on a mise en place il y a une dizaine d'années. On

“Il y a une vraie valeur à réaliser un build-up stratégique rapidement dans la mesure où le temps de l'intégration est un temps long.”

Maxime Dequesne

était un peu précurseur. Mais la recette d'aujourd'hui fonctionne.

Olivier Bénureau, Mda : Jean-Bernard Meurisse, il y a 15 ans vous parliez moins d'international.

Jean-Bernard Meurisse, Initiative & Finance : Pour revenir sur les build-up, on en parle un peu comme de la panacée, du graal, d'une façon d'arriver à compenser la faiblesse de la croissance, la hausse des multiples, etc. Et c'est vrai que quand on fait des acquisitions « relatives » en termes de multiples parce que c'est moins cher que la société sous LBO, cela aide à la création de valeur. Mais je voudrais juste rappeler que le build-up est bien quand ça marche mais cela ne fonctionne pas toujours. Les statistiques au niveau mondial concernant les grands groupes indiquent qu'une fusion sur deux ne crée pas de valeur. Je pense que le ratio est inférieur dans les PME. De plus, lorsque c'est accompagné par un fonds qui dispose d'un peu de savoir-faire, de technique, de vigilance, le problème d'intégration se réduit. Pour autant, ça ne marche pas à tous les coups. C'est une stratégie qui est très créatrice de valeur lorsque tout est aligné, mais qui peut aussi détruire de la valeur ou à tout

Olivier Lelong

- Olivier Lelong est Directeur Général d'Aca Nexia. Il intervient en support aux opérations d'investissement (Due diligences comptables et financières, VDD, accompagnement, entre autres) essentiellement sur le segment small et mid cap.
- Expert-comptable et commissaire aux comptes, Olivier Lelong accompagne les entreprises, soit en tant qu'auditeur, soit en tant que conseil, en particulier sur les problématiques des groupes (consolidation, intégration fiscale, structuration).
- Il justifie d'expériences et de références dans de nombreux secteurs de l'économie, notamment auprès d'entreprises industrielles. Olivier Lelong est diplômé de l'Institut d'Etudes Politiques de Paris et a rejoint ACA en 1998 après 12 années au sein de KPMG.



le moins ne pas en créer. Nous avons un ou deux exemples où un build-up a plutôt accéléré les problèmes.

Olivier Bénureau, Mda : Les fonds ont la réputation d'aider beaucoup dans les opérations de croissance externe mais du coup quels sont les points à surveiller pour réussir un Build-up Jean-Bernard ? Autrement dit quels sont les secrets de la performance d'Initiative et Finance ?

Jean-Bernard Meurisse, Initiative & Finance : Il y a l'aspect humain évidemment, les différences culturelles qui méritent une attention particulière, mais il n'y a pas de recette miracle. Il s'agit de poser le bon diagnostic, d'alerter les dirigeants, de mettre les bonnes structures pour faciliter l'intégration, le dialogue... et éviter d'avoir soit une société qui continue en silo, soit pire, une espèce de guerre des clans. Après il y a des harmonisations de processus et d'approches.

Olivier Lelong, ACA Nexia : Il ne faut pas négliger un point fondamental, le build-up ne doit pas être une réponse correctrice à une situation de marché

“Le digital, toutes les entreprises y sont confrontées, donc peu importe la taille de l'entreprise, il est nécessaire de se poser la question de savoir quelle fonction est touchée.”

Olivier Lelong

d'entreprise qui n'est pas très bonne. Un build-up se comprend, se développe et se construit beaucoup mieux à partir d'une entreprise qui elle-même est en

bon état, en bonne situation. Si elle fait face à des difficultés financières ou de marché, alors c'est une catastrophe.

Frédéric Mimoun, Omnes : En effet, monter une opération de build-up sur une entreprise en difficulté pour en corriger la situation est rarement une bonne idée ! Les effets sont souvent désastreux ! Pour revenir sur le point de Jean-Bernard, ce qui motive un dirigeant pour s'engager dans un build up – outre la complémentarité/apport business – c'est le « fit » humain. Chez Omnes, sur les 29 participations accompagnées par notre équipe Small-Cap, nous avons réalisé 25 opérations de croissance externe, ce qui représente près de 1 build-up par société en moyenne. Pour prendre l'exemple de Batiweb, plateforme digitale d'intermédiation entre les artisans de la rénovation et les particuliers, sur les 18 derniers mois, nous avons accompagné le management sur 3 build-up. Pour Nicolas Ricart, son



président/fondateur, le buy-and-build était assez naturel puisque son groupe avait déjà réalisé 12 acquisitions en 7 ans.

Olivier Bénureau, Mda : Donc l'entreprise est déjà très structurée.

Frédéric Mimoun, Omnes : En fait, Batiweb a déjà un ADN de « sourceur ». Par nature, le groupe sait intégrer d'autres entités via des build-up. Nous avons permis au groupe d'accélérer et d'intensifier cette force en l'accompagnant dans sa structuration. Avec l'appui de Nicolas Ricart et peu de temps après notre entrée au capital, nous avons œuvré en ce sens avec (i) le recrutement de profils clés (Dir. Marketing, Dir. Communication, DAF et DrH) et (ii) la mise en place d'un CoDir. Dès lors, nous avons aidé Nicolas et son équipe, à évaluer les opportunités et leur qualité: sur 30 dossiers d'acquisitions étudiés, nous avons réalisé 3 croissances externes et cela a contribué à multiplier par 3 son chiffre d'affaires et son Ebitda. Le bon équilibre, me semble-t-il, entre le dirigeant et le financier s'articule autour de la gestion des priorités : certaines PME sont friandes de build-up, d'autres comme celle d'Alain sont plus centrées sur les marchés organiques à l'international.

Olivier Bénureau, Mda : Olivier, vous avez travaillé sur plus de 100 Build-up. Vous en avez vu qui ont réussi et d'autres qui n'ont pas fonctionné, n'est-ce pas?

Olivier Renault, Lamartine Conseil : Oui. En ce qui concerne ceux qui ont fonctionné, je me souviens du dossier Medix qui exploitait Biafine. Le build-up était en réalité une forme de MBI, dont le dirigeant n'était autre que Alain Cassam-Chenai, non actionnaire à l'époque. Alain a apporté à la société sa petite entité qui exploitait le produit Aoplastine, en est devenu actionnaire, et est devenu patron de l'ensemble, tandis qu'un Fonds d'investissement apportait des fonds propres. Ce sont des situations où une croissance externe permet de transformer un MBI en MBO. Ensuite, j'ai un cas en tête où la cible peut être qualifiée de « plateforme à build-up ». Il s'agit du groupe Koden qui développe de la location de bureaux, et dont l'actionnaire majoritaire est Naxicap. Le groupe a un programme intense et régulier de build-up, dans le secteur pas nécessairement en forte croissance, mais avec une grande résilience de l'activité : ces croissances externes créent par conséquent un effet de seuil bénéfique sur la rentabilité globale du groupe, bien entendu, et apportent une plus grande visibilité au groupe.

Frédéric Mimoun, Omnes : C'est là un type de build-up qui offre des effets de seuil très appréciables pour la PME et ses donneurs d'ordres.

Bertrand Le Galcher Baron, Invest CF : Il y a des logiques industrielles aussi. Notamment dans l'aéronautique où il est essentiel d'atteindre une taille critique. Les fonds d'investissement ont un rôle à jouer dans la mesure où l'industrie demeure assez fragmentée avec des PME souvent familiales et avec des savoir-faire techniques importants mais avec une taille insuffisante pour servir les grands donneurs d'ordre comme Airbus. De ce point de vue-là, le capital investissement a un vrai rôle pour faire changer de taille ces entreprises.

Jean-Bernard Meurisse, Initiative & Finance : Cela pousse à la concentration et au regroupement.

Bertrand Le Galcher Baron, Invest CF : La transaction est un métier : on sait investir, on connaît les règles, alors que le dirigeant d'entreprise, seul, est trop souvent limité. Et puis vous avez des problématiques particulières. Par exemple, dans l'aéronautique, vous savez que vous avez des opportunités à saisir entre 2022 et 2025 à raison des nouveaux programmes. C'est maintenant que les places sont à prendre. Il faut être là et ce sont les fonds d'investissement, qui sont cet accélérateur-là, avec des moyens financiers, une capacité à structurer et à financer.

Maxime Dequesne, Lamartine Conseil : On constate que les fonds d'investissement offrent un soutien parfois critique afin de faciliter les opérations de croissance externe. L'équipe de gestion constitue une ressource supplémentaire, rompue aux process d'acquisition, à disposition du dirigeant et ce, plus particulièrement sur la gestion du processus d'acquisition, afin que ledit

Jean-Bernard Meurisse

- Président du fonds small-cap Initiative & Finance. Jean-Bernard a fait ses premières armes dans le Private Equity chez Schroder Ventures de 1992 à 1996. Il a ensuite rejoint l'équipe de Barclays Private Equity en 1996 pour devenir Directeur.
- Depuis 2003, Jean-Bernard officie chez Initiative & Finance Gestion dont il est devenu Président en 2008. Récemment, Jean-Bernard Meurisse et ses équipes se sont notamment illustrés dans les opérations de LBO suivantes : EDEA, Mobilis, Proferm, Energieo, Inomed (en Suisse), Valtus. L'équipe a également accompagné Moustache Bikes dans son remarquable développement.
- Disposant d'un savoir-faire reconnu dans l'accompagnement des PME, Initiative & Finance fait partie du Top Quartile des fonds LBO en France mais aussi en Europe sur ce segment du Small-Cap. Plébiscitée par les investisseurs institutionnels, l'équipe réalise un TRI Brut supérieur à 30% sur longue durée.



dirigeant puisse se concentrer sur l'aspect humain, le portefeuille de produits et l'intégration. Ainsi, toute la partie dite « processée » du build-up, sur laquelle Olivier et moi-même intervenons, est une partie pour laquelle nos interlocuteurs principaux sont les directeurs d'investissements, les chargés d'affaires qui vont s'assurer de maintenir le rythme de la transaction et ne solliciter le dirigeant qu'avec une information qui est digérée, « pré-packée ». En effet, peu des entreprises que nous conseillons, et c'est encore plus vrai en Small-Cap, disposent d'une équipe dédiée à ce type d'opération. L'apport du fonds d'investissement en termes de savoir-faire, y compris dans le cadre du choix des conseils, et de rapidité d'exécution est critique. Au delà de la capacité à saisir les opportunités, il y a une vraie valeur à réaliser un build-up stratégique rapidement dans la mesure où le temps de l'intégration est un temps long et qu'il faut que la valeur créée par le rapprochement puisse être

reflétée dans les comptes afin d'être bien valorisée à la sortie.

“Lorsque nous sommes en concurrence face à un industriel, il y a le plus souvent une préférence pour une solution MBO (en primaire) autour du dirigeant actuel.”

Jean-Bernard Meurisse

Olivier Bénureau, Mda : N'y a-t-il pas une limite aux industriels du fait qu'ils ne peuvent proposer les mêmes packages management ?

Frédéric Mimoun, Omnes : Certes, il est vrai que les industriels peuvent

difficilement rivaliser sur l'alignement d'intérêts résultant du management package proposé en partenariat avec des financiers. Mais l'orientation d'un dirigeant vers des financiers ou des industriels se fait souvent dans le cadre d'un cahier des charges négocié en amont du processus. Il n'est pas rare de voir certains dirigeants, après deux ou trois LBO réussis, se tourner vers un projet industriel pour gagner en taille critique et en partage de synergies.

Olivier Bénureau, Mda : Jean-Bernard vous voyez la concurrence des industriels sur vos dossiers ?

Jean-Bernard Meurisse, Initiative & Finance : Eh bien non, pas tant que cela figurez-vous. Nous avons vu un peu plus de sorties auprès d'industriels ces 18 derniers mois il me semble. Lorsque nous sommes en concurrence face à un industriel, il y a le plus souvent une préférence pour une solution MBO (en primaire) autour du dirigeant actuel. Nous ne sommes



pas si souvent confrontés que cela à ce phénomène. Nous sommes souvent sur des deals primaires et souvent petits pour des acquéreurs stratégiques.

Olivier Bénureau, Mda : Que représente les deals primaires en pourcentage chez I&F ?

Jean-Bernard Meurisse, Initiative & Finance : Cela représente deux tiers environ des opérations.

Olivier Bénureau, Mda : Est-ce que l'on peut faire un lien avec la performance d'initiative & Finance ou pas ? le fait qu'il y ait deux tiers de primaire. Car il y a tout ce travail de structuration.

Jean-Bernard Meurisse, Initiative & Finance : Oui, un petit peu. Sans doute la performance moyenne sur les deals primaires, que nous n'avons pas vraiment analysée en tant que telle, est un peu meilleure que sur les deals secondaires. Pour autant, il arrive que l'on passe derrière sur un fond minoritaire qui accompagne de façon très peu présente. Il reste alors beaucoup de choses à faire en matière d'éducation du management et d'aide à la transformation de l'entreprise, notamment à la structuration.

Olivier Bénureau, Mda : Sur Moustache Bikes qui est un peu le deal dont tout le monde parle et dont on va taire la performance, quelle est cette histoire de croissance ? vous êtes arrivés il y a trois ans ?

Jean-Bernard Meurisse, Initiative & Finance : A la base, il s'agit d'une entreprise fondée par deux passionnés qui sont extrêmement bons dans leurs domaines et qui disposent d'une créativité et d'une technicité produit hors normes. Ils excellent dans la conception et l'adaptation des vélos, à la fois sur le plan électrique mais également en déclinaison ville et VTT. Ils passent leurs week-ends

à tester leurs vélos et ils réfléchissent en permanence aux optimisations, aux réglages et autres. Ils ont ainsi un vrai sens du produit et un sens du marketing aussi car ils ont « inventé » des recettes marketing qui ne sont pas enseignées dans les écoles ou dans les majors américaines mais qu'ils ont appris un peu sur le tas. Ensuite, il s'agit d'une entreprise positionnée sur un marché en très forte croissance, évidemment cette croissance-là, cette performance-là, ils ne l'auraient pas réalisée sur un marché avec une croissance moindre. Et je pense, sans lancer de fleurs à mon associé Matthieu Douchet ainsi qu'à François qui l'a secondé, que l'accompagnement dont ils ont bénéficié en ouvrant leur capital les a vraiment aidés à franchir ces étapes.

Olivier Bénureau, Mda : Oui car là ils ont vraiment décollé.

Jean-Bernard Meurisse, Initiative & Finance : Une entreprise qui a certes décollé mais qui était déjà vraiment en croissance. Pour autant, il faut souligner que quadrupler le chiffre d'affaire en trois ou quatre ans, et quadrupler non pas en passant de 500.000 à 2 millions, mais en dépassant les 50 M€ de chiffre d'affaires, est une performance qui déplace toutes les structures de l'entreprise. Que ce soit l'organisation, les fonctions commerciales, supply chain, la production...

Olivier Lelong, ACA Nexia : Cela s'est fait en adressant de nouveaux marchés comme par exemple une expansion à l'international, ou cela s'est fait avec de l'innovation produit ?

Jean-Bernard Meurisse, Initiative & Finance : Les deux. Lorsque nous sommes entrés, la société était déjà assez présente en Suisse. Le groupe a eu très tôt un distributeur en Suisse performant qui a installé la marque dans le paysage et Moustache en était presque devenu franco-suisse. Il se



trouve qu'il est basé à Epinal, ce qui n'est pas très loin. Forte d'une bonne position en Suisse, elle commençait à pénétrer les marchés allemand, italien, belge... Aujourd'hui encore l'entreprise fait 40% de son chiffre d'affaire à l'étranger. Cette proportion est appelée à croître dans les années qui viennent parce qu'ils ne vont pas pouvoir maintenir leur taux de croissance à un niveau équivalent sur le marché français. En revanche ils ont un potentiel de croissance encore quasi illimité à l'étranger, et vont donc augmenter la part que représente déjà l'international dans leurs revenus. Mais sur les trois ou quatre années durant lesquelles nous les avons accompagnés, ils sont parvenus à maintenir un taux de croissance en France très élevé, ce qui n'a pas vraiment dilué le poids de la France. Les deux ont cru en parallèle. Mais l'étranger cela s'est fait en ouvrant de plus en plus de pays et en étant présent maintenant non seulement dans la plupart des pays d'Europe, mais aussi en Australie, Nouvelle-Zélande, et ils commencent aux Etats-Unis. Ils parviennent à percer avec l'aide d'agents ou de distributeurs et sans recourir à aucun build-up. Nous avons regardé une ou deux opérations par acquit de conscience, en se disant qu'il serait dommage de rater l'élément qui s'accorderait parfaitement. Mais, quelque part, nous courions après une chimère. Car pour pouvoir justifier de détourner des ressources



de la gestion évidente de la croissance qu'ils ont au bout des doigts, il aurait véritablement fallu un élément qui apporte quelque chose d'exceptionnel. Cela signifie aussi qu'ils surperforment le marché français, grâce entre autres à l'innovation produits, et gèrent en parallèle un développement à l'étranger à très fort rythme.

Olivier Bénureau, Mda : Du coup c'est un dénominateur commun avec Embryolisse : croissance organique, développement à l'international... Finalement vous avez un parcours assez proche.

Alain Cassam-Chenai, Embryolisse : Effectivement c'est une situation similaire

Olivier Bénureau, Mda : Quelle est la part de votre chiffre d'affaires à l'international ?

Alain Cassam-Chenai, Embryolisse : L'année dernière 50% de notre chiffre d'affaires était fait à l'étranger. Mais cette année nous sommes plutôt sur un « trend » légèrement supérieur à 60%. Dans nos métiers, il est possible d'atteindre 80%. En ce qui nous concerne, si nous parvenons à atteindre une répartition à 70/30, nous en serons ravis.

Olivier Bénureau, Mda : Et la marque française s'exporte bien.



Alain Cassam-Chenai, Embryolisse : Oui, il y a un vrai savoir-faire, en Dermo-Cosmétique, la French Touch est recherchée, le cocktail étant créativité, texture séductrice et sécurité des produits. J'ai des confrères italiens qui viennent en France pour sourcer de nouvelles idées pour leur marché. Alors que les Italiens sont plutôt connus pour être, dans beaucoup de domaines, très créatifs.

Olivier Bénureau, Mda : Vous avez cité l'Asie, ça paraît logique, au même titre que le Japon pour ce métier. Y a-t-il d'autres zones favorables à l'expansion de la marque ?

Alain Cassam-Chenai, Embryolisse : L'ensemble de l'Amérique du Nord – Canada / US – est en phase d'accélération, l'Amérique du Sud qui démarre et l'Europe bien sûr. En Asie, la Chine a un fort potentiel car elle s'ouvre aux produits français

Olivier Bénureau, Mda : Donc pour vendre les produits vous n'ouvrez pas de boutiques ?

Alain Cassam-Chenai, Embryolisse : En France nous avons un réseau dédié qui est en phase avec le positionnement de la marque (Pharmacie et Parapharmacie).

A l'étranger, nous nous appuyons sur nos distributeurs en nous adaptant aux circuits locaux (Cosmetics store,



ont pu vous aider dans la transformation de votre entreprise?

Alain Cassam-Chenaï, Embryolisse : Pour une entreprise de notre taille l'effet miroir est indispensable. Nous travaillons sur trois grands axes. L'innovation produits, la consolidation de l'international et la mutation digitale. Effectivement ce sont trois sujets sur lesquels nous passons beaucoup de temps à échanger.

Olivier Bénureau, Mda : Frédéric, le digital, ça vous parle ?



Drugstores, Department stores, Variety stores...). Ainsi au Japon, les variety stores sont spécialisés dans l'import de produits étrangers. Au Canada nous voyons des circuits proches de ce que l'on rencontre aux Etats-Unis avec des chaînes de type Shoppers, Séphora, etc...

Olivier Bénureau, Magazine des Affaires : Il n'y a pas une possibilité de faire du Digital ?

Alain Cassam-Chenaï, Embryolisse : Si, c'est d'ailleurs un beau challenge pour nous. La marque a, depuis de longues années, travaillé sa relation directe avec ses clients.

Olivier Bénureau, Mda : Le digital n'est-il pas un investissement très lourd ?

Alain Cassam-Chenaï, Embryolisse : Ce n'est pas un investissement si lourd que cela. Il s'agit plutôt de faire évoluer nos équipes pour qu'ils participent à ce mouvement. Une petite révolution... nous avons des "Millennials" nés dans cette environnement et disposent de grandes facilités à le faire. En ce qui nous concerne, "l'ancienne génération", il nous faut nous adapter.

Olivier Bénureau, Mda : Et en quoi les fonds qui vous ont accompagné

Frédéric Mimoun, Omnes : Oui en effet. Nous parlions de Batiweb dont l'activité est centrée sur la digitalisation des travaux de rénovation. Le marché français des travaux est colossal : il représente 70 Mds €. La part du digital est encore peu présente mais croît très vite pour atteindre 13-15% de taux de pénétration. L'agilité et la réactivité, le caractère "responsive" apportés aux artisans sur les chantiers, ou pour gérer les carnets de commandes, les prises de rendez-vous, apporter du lead ou encore en matière d'assistance en maîtrise d'œuvre, contribuent à cette forte croissance organique. En complément, le marché de l'intermédiation digitale

est aussi fragmenté, ce qui offre des opportunités de consolidation propices à des opérations de build-up. Celles-ci contribuent à développer la taille critique de Batiweb (3 build-up réalisés pour rappel depuis 18 mois de partenariat).

Autre participation dans un métier traditionnel que l'on accompagne dans une stratégie omnicanale : InCA, constructeur de maisons individuelles en Nouvelle Aquitaine affichant plus de 36 M€ de chiffre d'affaires.

En complément de la montée en gamme et du développement d'une activité foncière propre à InCA, nous avons initié avec le management des réflexions sur la qualification de leads tant en direct que par des plateformes afin de compléter le travail de prospection fait sur le terrain par les agences physiques. A ce titre, nous avons favorisé une relation contractuelle entre Batiweb (fournisseur de leads issus de sa plateforme) et InCA (traitement/production des demandes en Nouvelle Aquitaine). Cette stratégie s'accroît d'ailleurs à mesure des build-up que nous réalisons avec le management d'InCA (une déjà réalisé en 18 mois de partenariat et 3 études très avancées). Avec Batiweb comme InCA, nous



sommes toujours en recherche d'opérations de build-up.

Olivier Bénureau, Mda : ABMI fait elle également des Build-up ?

Frédéric Mimoun, Omnes : effectivement, nous avons récemment investi aux côtés du management dans ABMI, un cabinet de conseil en ingénierie orienté notamment sur les métiers de l'aéronautique, le nucléaire et le ferroviaire de plus de 45 M€ de chiffre d'affaires. Dotée d'une gouvernance opérationnelle forte, secondée par un board auquel nous avons intégré deux personnalités du secteur du conseil – Bernard Bourigeaud, fondateur d'Atos et François Enaud, ex-CEO de Sopra Stéria – nous sommes en effet en recherche active et sélective de build-up. Depuis deux mois de partenariat nous avons reçu une quinzaine d'opportunités et sommes en train de tisser des relations fortes avec des apporteurs d'affaires.

Olivier Bénureau, Mda : L'enjeu digital dans les PME, est-il fondamental ? Est ce qu'il y a des due diligence pour situer le niveau de maturité digitale des entreprises



par rapport à ses concurrents?

Jean-Bernard Meurisse, Initiative & Finance : Ce n'est pas un enjeu aussi critique du deal aujourd'hui que ce que l'on pourrait imaginer. Ce sont des choses que l'on regarde évidemment, mais d'un métier à l'autre les enjeux sont tellement différents qu'il y a des sociétés dans lesquelles ce n'est même plus un sujet de due diligence : c'est devenu un sujet de Business Model, qui lui est complètement inhérent. En revanche pour d'autres ce sont des perspectives à 5 ou 10 ans, et pour



lesquelles il n'y a pour l'instant pas d'enjeu. On retrouve donc un peu toute la palette et il n'est pas possible de faire de règle générale. C'est toujours une menace potentielle, une question que l'on doit se poser : en quoi la digitalisation peut venir disrupter le marché, ou certaines fonctions de l'entreprise ?

Bertrand Le Galcher Baron, Invest CF : Oui c'est disrupter le marché, c'est aussi changer la façon dans laquelle l'entreprise travaille. Lorsque nous faisons un mémo aujourd'hui nous savons que cela fait partie des éléments qui sont regardés en permanence et que nous essayons de mettre en avant car cela constitue



aussi un plus. Pour les acquéreurs et les fonds d'investissement, cela permet de déterminer s'il existe un management qui est déjà sensibilisé et qui a déjà commencé à travailler sur ce chantier au sein de l'entreprise. L'apport que peut faire un fond d'investissement se fera d'autant plus facilement qu'une démarche a déjà été entreprise. Il y aura d'ailleurs un effet accélérateur grâce à l'arrivée d'un fond d'investissement sur ce sujet. Hier je relisais un mémo directement et me suis aperçu que l'équipe n'avait pas suffisamment insisté sur ce qui était une force de la société, cette capacité à toucher des consommateurs directs par le biais du digital. C'est un impact que l'on retrouve d'ailleurs dans la chaîne de valeur de l'entreprise, toute une réflexion qui avait été mise en place jusqu'au processus industriel et qui fait donc partie aujourd'hui des éléments les plus importants. Avec des fonds positionnés sur le segment Mid-Cap, nous constatons que cela fait clairement aujourd'hui partie de leurs critères d'analyse : savoir comment ils peuvent alimenter cette transformation. Nous n'en sommes pas encore au point de faire un « Red Flag » ou non dans l'analyse, mais déjà d'être en mesure de se demander si l'on a un « Upside » sur cet élément, et de se demander ce que le fonds peut apporter. C'est aujourd'hui une démarche systématique dans le Mid.



Le Small quant à lui reste encore un peu plus prospectif même si c'est une situation qui évoluera très vite. Nous pouvons tous constater que de plus en plus les process et les façons d'analyser les dossiers se rapprochent les uns des autres aujourd'hui, et ce dans tous les segments du marché, allant du Large au Small : les règles sont devenues à peu près les mêmes. On constatera qu'il n'y a que le financement qui est peut-être un tant soit peu différent. Le travail d'analyse des cibles s'est aujourd'hui extrêmement professionnalisé dans la partie Small.

Olivier Bénureau, Mda : Même sur le Small-Cap, certains acteurs font une revue de portefeuille pour aider leur participations à accélérer leur digitalisation.

Bertrand Le Galcher Baron, Invest CF : Cela fait, d'une part, partie de la valeur immatérielle apportée par les fonds, d'autre part, cela fait partie aujourd'hui de l'évolution nécessaire du business model des entreprises.

Olivier Lelong, ACA Nexia : Le digital, toutes les entreprises y sont confrontées, donc peu importe la

taille de l'entreprise ; il est nécessaire de se poser la question de savoir quelle fonction est touchée. Cela peut concerner aussi bien les fonctions de back office, de commercial/marketing ou de production. Il me semble que la plupart des PME sont déjà familières de ces sujets. De toute manière il existe une façon de les accompagner et de les faire évoluer, mais cela dépend de l'entreprise et de son business model.

Olivier Bénureau, Mda : I&F est le fonds le plus performant sur le Small-Cap depuis 15 ans. L'alignement d'intérêt entre le management et le fonds est-elle la clé de la réussite ?

Jean-Bernard Meurisse, Initiative & Finance : L'alignement d'intérêt est quelque chose d'essentiel, avoir un objectif commun et partagé et donc éviter qu'il y ait des situations d'antagonisme ou de conflit.

Olivier Bénureau, Mda : Quand on est minoritaire est-ce aussi simple que lorsqu'on est majoritaire ?

Jean-Bernard Meurisse, Initiative & Finance : En théorie un actionnaire majoritaire a les manettes et donc

peut décider de beaucoup de choses et par conséquent, un actionnaire minoritaire a beaucoup moins de pouvoir. En pratique dans le Small-Cap il vaut mieux bien s'entendre avec le management même en étant majoritaire car nul ne vendra contre l'avis du management. In fine, le management dispose d'une position de force et -souvent- le sait. Nous savons que l'on ne peut pas tout imposer au management, et lui sait que même si nous n'irons pas à la confrontation -à moins que nous y soyons acculés- nous faisons en sorte de ne pas lui faire ressentir que parce que nous sommes majoritaires nous avons des exigences. Cela dit, nul doute que le management sait faire la différence entre un actionnaire majoritaire et un actionnaire minoritaire. C'est pour cette raison que cela change quelque peu la donne dans le Small-Cap, mais pas outre mesure. C'est surtout la qualité de la relation, la convergence de vues, l'échange, la confiance, et le fait de lui démontrer que nous lui apportons quelque chose.

Olivier Bénureau, Mda : Les outils juridiques sont-ils essentiels quand on est minoritaire ?

Maxime Dequesne, Lamartine Conseil : En effet, il faut avoir le temps de montrer que la cible a été intégrée et pouvoir projeter l'impact du nouveau périmètre dans le Business Plan. Pour revenir sur le point de Jean-Bernard, compte tenu de l'importance du management en Small et en Smid (cela devient moins sensible avec la taille de la cible et sa maturité), il n'y a pas d'instrument juridique magique qui permette de contraindre un dirigeant à céder contre sa volonté. Du simple fait de son importance dans le dispositif, dans la construction du Business Plan et dans l'appétence des acquéreurs pour le dossier, sa place est trop centrale. Imaginer que l'on puisse imposer une banque d'affaire et une sortie forcée en majoritaire et a fortiori dans une opération minoritaire est une utopie, même si le pacte demeure une feuille de route indispensable. Dans les faits, l'arme la plus dissuasive est le renchérissement du coût de l'argent mis à disposition par le fonds : avec le temps, les intérêts capitalisent, parfois certains de nos clients y ajoutent des dividendes préciputaires. C'est d'autant plus vrai lorsque le dirigeant est confortable et n'a pas forcément envie de sortir.

Jean-Bernard Meurisse, Initiative & Finance : Les systèmes de rétrocession qui ont soit un compteur de TRI, soit une date butoir comme par exemple lorsque le management package tombe à 5 ans, permettent de renforcer la motivation des dirigeants à trouver une sortie dans le timing prévu. Si par la suite apparaissent de bonnes raisons de ne pas sortir et que l'on s'est donné un an de plus, alors autant prolonger d'un an aussi le management package. La logique veut que, sous réserve de bonnes raisons, un prolongement est tout à fait envisageable. Il vaudra par ailleurs mieux discuter de son prolongement que de laisser les événements suivre leurs cours au risque de se retrouver sans levier. Le pacte d'actionnaires a une réelle vertu : celle de poser les enjeux, d'expliquer que l'on est un



investisseur de durée intermédiaire, qui est là pour environ 5 ans, que l'on a un objectif de sortie, qu'on estime que l'on a droit à une sortie au prix de marché. Cela permet aussi de voir la façon dont le management réagit, s'il y a des principes qu'il conteste ou s'il est en adéquation avec lesdits principes, et cela facilite quand même les discussions suivantes. Nous avons connu un cas il y a quelques temps où nous nous sommes retrouvés avec un dirigeant d'une absolue mauvaise foi et qui a voulu nous spolier. Les choses ont bien entendu été compliquées. Nous en sommes difficilement sortis, à des conditions sous-optimales au regard des performances de l'entreprise, mais cela reste un cas exceptionnel. Parfois la discussion sur le pacte permet d'identifier et de traiter des situations inhabituelles. Ainsi, c'est ce que j'ai vécu assez récemment dans le dossier LGI, une société qui exporte du vin français dans le monde entier (cela rejoint d'ailleurs le côté international de la discussion puisqu'elle fait 98 ou 99 % de son chiffre d'affaire à l'export). Nous sommes entrés pour remplacer comme actionnaire majoritaire un patron fondateur qui avait déjà ouvert son capital au cercle

de ses trois adjoints et cadres clés, et qui se disait être prêt à diriger l'affaire pendant encore 2 ans, souhaitant à terme passer la main. Nous lui avons alors demandé s'il investissait sur un horizon à 5 ans comme nous comptions le faire, ou bien à 2 ans, ce qui n'est pas pareil. Il souhaitait avoir une liquidité à 2 ans, ce qui allait être compliqué. Ce que nous pouvions faire était de structurer le tout pour qu'il ait des obligations convertibles dont une partie était potentiellement liquide à horizon 2 ans mais sur laquelle nous n'avions nous le fonds pas d'engagement, seulement un engagement de la société qui, s'il n'était pas respecté, autorisait le dirigeant à convertir les OC, ce qui s'avérerait punitif pour nous et protecteur pour lui. Cela nous a permis de gérer la question de la liquidité intermédiaire. Pour le reste le dirigeant était en equity comme nous, et avait vocation à bénéficier de notre liquidité à 5 ans. Mais, sur cette même question de la liquidité, les trois adjoints nous ont vite dit : « nous souhaitons aller plus loin ». Ils ne souhaitaient pas faire le moindre euro de cash out. L'un a même ajouté de ses économies, dans la mesure où le souhait de l'équipe dirigeante était,



à terme, de prendre le contrôle de l'affaire et, ultimement et dans l'idéal, de détenir 100% du capital. C'est un élément fondamental à savoir, puisque cela permet et nous a permis d'organiser les choses. Néanmoins nous ne devons pas nous en retrouver lésés pour autant. Nous avons de notre côté estimé qu'ils étaient honnêtement investis dans l'affaire, motivés par le développement de l'entreprise, qu'ils étaient bons, et que nous n'aurions a priori pas de soucis ni de conflits d'intérêt. Nous avons tenté d'encadrer cela juridiquement. Nous étions engagés sur 5 ans et en moins de 3 ans, ils sont venus nous trouver pour nous annoncer que les résultats de l'affaire s'envolaient, ils n'étaient pas sûrs de parvenir à racheter leur entreprise si nous attendions le délai initialement prévu. Nous nous sommes alors mis d'accord, avons convenu d'un multiple qui n'était pas le plus optimisé, considérant les conditions de marché, mais qui était très satisfaisant et qui représentait une très belle opération tout en étant tout à fait justifiable tant d'un point de vue vendeur qu'acheteur. En somme une valorisation d'équilibre. Nous avons ainsi organisé un deal secondaire et sommes revenus pour le même montant. En tant qu'investisseur, je veux bien sortir plus tôt, mais sous réserve que j'aie atteint mon objectif. Nous sommes donc restés et s'en est suivi une nouvelle accélération, suite à notre discussion, du résultat en 2018. Tous les efforts

que nous avons fait aux Etats-Unis ont donné lieu à un décollage de l'activité là-bas, et ils sont sans surprise revenus et là nous nous sommes à nouveau mis d'accord. Pour sa part, le deuxième fonds qui était venu au second tour a décidé de faire un troisième tour sur un petit ticket avec eux, alors que nous devons sortir complètement. C'est au final une entreprise qui a été, en quelques opérations successives, transmise intégralement d'un patron fondateur à une équipe de cadres, et de 3 initialement ils sont passés à 6 avec nous, puis 8. Ils sont désormais une douzaine, et détiennent 95% du capital. D'ailleurs l'entreprise contribue au commerce extérieur de la France et à l'emploi : LGI Wines à Carcassonne réalise 70 millions d'euros de chiffre d'affaires dont plus de 97% à l'export. C'est une histoire emblématique de ce que peut apporter notre métier.

Olivier Bénureau, Mda : On va peut-être dire un mot sur l'ESG qui gagne du terrain dans le Private Equity

Frédéric Mimoun, Omnes : Côté Omnes, nous sommes très sensibles à cette thématique et parmi les 1^{er} signataires (PRI, iC20, Invest Europe et France Invest). Dans notre équipe Small-Cap, nous mettons en place des process depuis deux/trois années, pour insuffler les bonnes pratiques au sein des PME, même s'il est à noter une différence de réceptivité

selon chaque Dirigeant de PME. En effet, sur les opérations à l'acquisition comme à la vente, nous procédons systématiquement à une due diligence à l'entrée et à la sortie. Pendant la durée du partenariat, nous veillons à transmettre et à s'assurer de la mise en œuvre des recommandations, à partager les feuille de route avec les dirigeants à l'occasion d'un board annuel dédié aux enjeux de l'ESG. Quoiqu'il en soit, nous mettons l'accent systématiquement sur la gouvernance : même en qualité de minoritaire, nous siégeons systématiquement aux organes de contrôle. Les enjeux ESG font partie de notre ADN.

Olivier Bénureau, Mda : Vous parlez pour Omnes car tout le monde n'est pas en minoritaire.

Frédéric Mimoun, Omnes : Quelle que soit votre position au capital (minoritaire ou majoritaire), la problématique de l'ESG est un enjeu en soi. Elle prend une place importante notamment dans les levées de fonds auprès des institutionnels. Un reporting adapté est souvent exigé. Avant que l'ESG ne prenne cette place, nous travaillions déjà sans le savoir sur le sujet : le G de Gouvernance est un point clé dans la concrétisation de l'alignement d'intérêts et le partenariat à mettre en place entre le management et le financier. Le S de Social a souvent été caractérisé par le nombre d'emplois important créés par les sociétés sous

LBO tant par croissance organique (comme la société d'Alain) que par acquisitions. Par exemple, en l'espace de 18 mois, Batiweb a multiplié par deux ses effectifs en atteignant près de 120 personnes. Enfin, le E de Ethique, s'illustre souvent par un souci d'équité que nous nous efforçons d'adopter.

Olivier Bénureau, Mda : Eurazeo PME a estimé à 6 ou 7 millions d'euros d'économie réalisées grâce à l'ESG sur un portefeuille. C'est quand même significatif.

Frédéric Mimoun, Omnes : Absolument

Olivier Bénureau, Mda: Alain pourrait témoigner du fait que lorsque l'on traite bien ses équipes, l'absentéisme diminue, et cela déclenche un cercle vertueux.

Alain Cassam-Chenaï, Embryolisse : Nous avons pris quelques décisions en ce sens. D'une structure courte et très centralisée, nous sommes passé à des équipes plus importantes avec un esprit différent. Plus d'autonomie et de proactivité ont permis d'augmenter la performance. D'autre part, nous avons aussi beaucoup travaillé sur les éléments environnementaux relatifs aux produits et au packaging. Il y a de fait plusieurs dimensions, le chantier est ouvert...

Frédéric Mimoun, Omnes : C'est facile à mesurer ?

Alain Cassam-Chenaï, Embryolisse : Pas tous les paramètres. Nous mettons en œuvre nos actions et les tableaux de bord suivront.

Olivier Lelong, ACA Nexia : Effectivement cela renvoie un peu à ce que disait Alain pour le digital, il y a tout un ensemble d'équipes de générations plus jeunes pour qui c'est implicite et dont l'absence devient sujet à débat. Et puis il y a les gens de plus anciennes générations qui doivent



s'y mettre, et c'est là que se rencontre les résistances. L'aspect ESG peut être dur en termes de management pour des gens qui n'ont pas été construits sur cette base.

Olivier Bénureau, Mda : Justement, chez ACA Nexia, avez-vous eu la réflexion de lancer une ligne de services Due Diligence ESG ?

Olivier Lelong, ACA Nexia : Oui absolument car on voit bien que les investisseurs ont cette sensibilité.

Olivier Bénureau, Mda: Dans les VDD c'est systématique.

Olivier Lelong, ACA Nexia : Nous lançons une offre dédiée ESG SmallCap. C'est une activité que nous connaissons déjà en tant qu'auditeurs en validant formellement l'information non financière. S'agissant, de due diligence, c'est-à-dire à la fois de diagnostics et de propositions, nous avons les équipes, les compétences et l'expérience; nous adaptons la démarche et pouvons répondre aux attentes des investisseurs.

Jean-Bernard Meurisse, Initiative & Finance : Il y a un certain nombre d'optimisations qui découlent d'une démarche ESG et qui peut-être peuvent être quantifiées ou valorisées. Maintenant tout cela est mis dans un label ESG que l'on tamponne, mais

c'est quelque chose que nous faisons avant déjà, à tout le moins pour une partie, sans le marketer spécifiquement.

Olivier Bénureau, Mda : Pour finir, pouvez vous nous dire l'apport de la loi Pacte sur votre activité?

Olivier Renault, Lamartine Conseil : Le point positif, c'est que la loi Pacte a baissé les coûts sociaux de l'intéressement et de l'actionariat collectif au sein des ETI. A cet effet, on observe une tendance, dans les ETI, à utiliser la réserve de participation (PEE etc), comme ressource complémentaire en fonds propres dans le cadre d'une transmission en MBO : c'est ce que préconise par exemple Equalis Capital (Jean-Philippe Debas) . Il s'agit d'une démarche positive mais qui reste bien entendu limitée aux entreprises d'une certaine taille, et qui ne concerne pas encore les entreprises du Small-Cap. Sous cette réserve, c'est un beau nom pour beaucoup de mesures que l'on n'imagine pas avoir beaucoup d'effet. Pour terminer, je me contenterai de rappeler notre devise, dont chaque participant de cette Table Ronde pourrait d'ailleurs faire sienne, et qui consiste tout simplement à investir en Small Cap, pour sortir en Mid-Cap. ■