

CLASSEMENT M&A et LBO 2008



Bilan semestriel de l'après Subprime

**Conseils financiers, Banquiers, Mezzaneurs,
Fonds de LBO, Auditeurs, Avocats et Fiscalistes**

En partenariat avec :



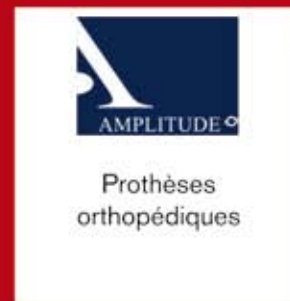
BUREAU VAN DIJK
EDITIONS ELECTRONIQUES



Transmission florale



Systèmes de mesure
et de contrôle



Prothèses
orthopédiques



Abris modulaires
industriels



Tonnellerie



Outils de recherche
en propriété
intellectuelle



Services logistiques
et aménagement
pour foires et salons



Étiquettes
électroniques
de gondoles



Assistance médicale
à domicile



Documentations
techniques

CIC Mezzanine

De 3 M € à 15 M € - Small & Mid Caps

4, rue Gaillon - 75002 Paris
+33 1 42 66 74 33

Le Magazine des Affaires

Info Eco SARL

Siège social

148 avenue de Clichy
75017 Paris

Téléphone

01.42.28.07.18

Site Web

<http://www.magazinedesaffaires.com>

Dépôt légal à la parution

N° de commission paritaire

0507 I 86585

ISSN : 1770-4103

Impression

Imprimerie Jouve
733, rue St Léonard
53100 Mayenne

Directeur de publication

Olivier Bénureau
(ob@magazinedesaffaires.com)

Rédacteur en chef

Xavier Leloup
(xloup@magazinedesaffaires.com)

Rubrique Juridique et Politique

Xavier Leloup

Téléphone

06 23 14 61 53

Rubrique Finance

Olivier Bénureau

Téléphone

01 42 28 07 18 ou 06 20 31 67 15

Couverture : Nathalie Seng

Une vague d'opportunités

Finalement, cela aurait pu être pire.

Bien entendu, le marché du M&A a sensiblement chuté au cours du 1er trimestre 2008. Mais après l'acquisition d'Absolut par Pernod Ricard (5,9 Mds€) et le rachat d'une partie du réseau d'HSBC par le Groupe Banque Populaire (2,1 Mds €), celui-ci est en train de se reprendre avec l'annonce d'opérations comme Converteam (1,9 Mds), Labco (728 M€) ou Gérard Darel (300 M€) et bientôt Socotec, Buffalo Grill et Go Voyages, permettant ainsi de croire que les LBO large et mid caps n'ont pas totalement disparu du marché français.

Un groupe d'investisseurs historiques parmi lesquels Barclays PE, LBO France ou Astorg Partners est donc en train de trouver des solutions innovantes et ainsi, d'animer un marché français qui en avait bien besoin.

Mais après tout, quoi de plus normal ? L'industrie financière a toujours fait preuve de créativité, parfois pour le pire mais surtout pour le meilleur, à l'image de Goldman Sachs qui vient de lever un fonds de 10 Mds \$ de dette LBO et contribue ainsi à palier la pénurie de financement pour les opérations à effet de levier.

L'économie réelle est certes à la peine, et des restructurations, déjà en cours, devraient encore s'accélérer d'ici la fin de l'année. Le cocktail banque/immobilier est indiscutablement en train de plonger l'Europe dans la récession.

Mais pour le marché du M&A, le 2nd semestre devrait être celui des opportunités.

Plusieurs annonces de rapprochements industriels à dimension internationale ont d'ailleurs été faites au cours des dernières semaines - rachat d'Anheuser-Busch par le leader InBev pour 52 Mds \$, vente de CitiBank Deutschland au Crédit Mutuel-CIC pour 4,9 Mds € - tandis que d'autres sont imminentes, comme le rachat d'une partie de British Energy par EDF et Centrica pour 15 M€, ou engagées, à l'image de la fusion de British Airways et Iberia.

Qui plus est, la volonté de recentrage de grands industriels comme Unilever ou General Electric et les difficultés persistantes des banques laissent espérer cessions d'actifs et spin-offs pour les mois à venir.

Bref, vivement la rentrée !

Xavier Leloup

ABONNEMENT

TARIFS : 1 abonnement annuel (10 numéros dont deux hors-séries) : 400 € HT (422 € TTC)

Abonnements groupés spécial entreprise:

Abonnement Entreprise : 900 € HT (949,50 € TTC) (5 ex par mois)

Envoyez un chèque à l'ordre de : Info Éco SARL - 148 avenue Clichy - 75017 Paris Tél : 01 42 28 07 18

3 EDITO

ACTUALITE ET PERSPECTIVES

- 6 PAI partners accompagne la croissance d'Atos Origin
- 8 BNP Paribas adapte son pôle banque d'investissement
- 9 Bignon Lebray vise les PME

CLASSEMENTS M&A/LBO

- 13 La baisse du M&A cache une activité soutenue
- 15 Les banquiers croient à un redémarrage de l'activité au 2eS
- 16 Classement des conseils financiers en valorisation
- 18 Classement des conseils financiers en volume
- 22 L'industrie du LBO plie mais ne rompt pas
- 23 Les LBO 2003/2004 sous haute surveillance
- 24 Converteam : Le LBO de l'année
- 27 Gonzague de Blignières revient sur l'exercice en cours
- 28 Focus Distressed LBO par 4 acteurs clefs du marché
- 31 Le marché de la dette reste convalescent
- 32 Mezzanine : Ce qui a réellement changé en 2008
- 33 Les Buy-Out 2007 ont progressé 2 fois plus vite que la Bourse



CAHIER FINANCEMENT

- 34 Crédits syndiqués : la guerre des mondes n'a pas eu lieu
Par Michel Quéré et Pierre François, Dewey Leboeuf

TRANSACTIONS SERVICES

- 38 Les équipes Transaction Services les plus actives
- 39 Le "smid-cap" tire le marché du Transaction Services
- 40 Deloitte et Constantin : un mariage basé sur l'indépendance

JURIDIQUE

- 42 Fiscalité transactionnelle : les équipes les plus actives au 1er semestre 2008
- 43 La fiscalité au firmament du LBO
- 44 Avocats M&A : les plus actifs en valeur
- 45 Le durcissement du marché teste la capacité d'adaptation des avocats corporate
- 46 Avocats M&A : les plus actifs en volume

DOSSIER CONCURRENCE

- 50 Avocats Concurrence : connaît pas la crise
- 52 Fusion Suez/GDF : un bon exemple de l'ampleur des désinvestissements que peut imposer la Commission Européenne
- 53 La tension monte entre avocats et autorités d'enquête
- 54 Le Conseil de la concurrence affine les contours de la possibilité d'engagements offerte aux entreprises
Par Omblin Ancelin, Counsel, Lovells LLP

FOCUS ENTREPRISE

- 56 Interview croisée de Jacques Bodevin et Benoît Dutour, Directeurs Financier et Juridique de Nestlé France

TETE-A-TETE AVEC UNE PERSONNALITE DES AFFAIRES

- 58 Barton Winokur, managing partner de Dechert LLP :
"We are planning to expand the Paris office in our key strategic areas"



PAI partners accompagne Atos Origin dans son développement

Entre PAI partners et Atos, l'histoire dure depuis plus de quinze ans. L'ancien actionnaire fondateur de la SSII, PAI partners, vient en effet de prendre 17,9 % du capital d'Atos Origin, le propulsant ainsi premier actionnaire de l'entreprise française à côté des deux « hedge funds » Centaurus et Pardus qui détiennent ensemble 21% de la société. L'intérêt des fonds pour la Société Spécialisée dans les Services Informatiques (SSII) ne date pas d'hier mais les bons résultats enregistrés en 2007 et la baisse de la valorisation de la société en ont fait un investissement idéal. « En 2007, notre groupe a renoué avec la croissance et amélioré sa rentabilité. Nous avons réalisé un chiffre d'affaires de 5,8 Md€ en progression de +8,5% par rapport à 2006. Nous avons ainsi dépassé les objectifs 2007 que nous nous étions fixés dans le cadre du plan 303, notre programme stratégique de transformation », se félicite Philippe Germont, président du directoire.

Surtout, le groupe possède encore des leviers d'accélération de croissance qui sont directement liés à la richesse de l'offre. Cela n'aura pas échappé au fonds PAI partners, qui connaît bien le secteur. Chez Atos, le retour de PAI partners est bien ressenti par la direction car il confirme la valeur stratégique du groupe et s'inscrit dans une vision long terme. Concrètement, PAI Partners a acquis ses titres en deux temps, via trois blocs d'actions en deux jours. M. Bertrand Meunier et M. Michel Paris, représentent PAI partners comme membres du Conseil de Surveillance et des comités du Groupe. Pour Bertrand Meunier de PAI Partners, « la rapide et unanime nomination au Conseil de surveillance d'Atos de nos deux représentants est un signal fort de la volonté du Conseil d'agir dans l'intérêt de tous les actionnaires. Nous soutenons pleinement les efforts déjà mis en œuvre par le nouveau Conseil ». ■

O.B.

Les acteurs clefs de l'opération



PAI Partners : Michel Paris, Nicolas Holzman. Conseils investisseur : broker : Exane (Stéphane Egnell) ; fiscal : EY Société d'Avocats (L. Nentille, J-P. Barbe) ; juridique : Weil Gosthal & Manges (Claude Serra) - Dette : BNP Paribas (François Forestier, Marc Irubetagoiena) ; conseil juridique : Gide Loyrette Nouel (Eric Cartier-Millon)

Une gouvernance retrouvée

Atos Origin connaît des semaines agitées depuis quelques mois. La montée au capital des fonds de pension Pardus et Centaurus s'est accompagnée progressivement d'un différent entre la direction et les deux fonds. De façon surprenante, la direction d'Atos s'opposait depuis plusieurs mois à ce que les actionnaires de référence de leur société soient présents au conseil de surveillance. Après plusieurs mois de tractations orchestrées par le cabinet Willkie Farr & Gallagher (Laurent Faugérolas et Etienne Boursican) et Simmons & Simmons (Thierry Gontard et Jean-Lantenois), les deux fonds ont finalement obtenu lors d'une conciliation le droit d'être présent au conseil de surveillance afin de peser sur les décisions de la direction. Aux termes de cet accord, les deux fonds ont pu présenter leurs représentants (Benoît d'Angelin et Behdad Alizadeh) et trois indépendants : Colette Neuville, Michel Combes et Bernard Bourigeaud.



DELSOL & ASSOCIÉS
SOCIÉTÉ D'AVOCATS



www.delsolavocats.com

Fusions Acquisitions

Le cabinet DELSOL & ASSOCIÉS dispose d'une expertise reconnue en fusions-acquisitions. Ses domaines d'intervention sont multiples : opérations de croissance externe mises en œuvre par des groupes industriels, opérations de LBO mises en œuvre par des investisseurs financiers et des managers, cessions d'entreprises.

- Optimisation fiscale des schémas de reprise
- Optimisation des management packages
- Audits d'acquisition
- Négociation, rédaction de la documentation d'acquisition
- Réglementation boursière
- Émissions de valeurs mobilières complexes
- Pactes d'actionnaires
- Négociation et rédaction de la documentation bancaire
- Intégration fiscale
- Structuration du patrimoine du chef d'entreprise



Contacts Fusions Acquisitions :

Franck **BUFFAUD** fbuffaud@delsolavocats.com
Jean-Philippe **DELSOL** jphdelsol@delsolavocats.com
Philippe **DUMEZ** pdumez@delsolavocats.com
Thibaud **FORBIN** tforbin@delsolavocats.com
Amaury **NARDONE** anardone@delsolavocats.com

Contact Fiscalité :

Frédéric **SUBRA** fsubra@delsolavocats.com

LYON

12, quai André Lassagne - 69001 Lyon
Tél : +33 (0)4 72 10 20 30 - Fax : +33 (0)4 72 10 20 31

PARIS

38, rue Saint Ferdinand - 75017 Paris
Tél : +33 (0)1 53 70 69 69 - Fax : +33 (0)1 53 70 69 60

Brèves



CIC Mezzanine réalise un premier closing à 90 M€

L'acteur historique de la mezzanine small-cap en France, vient de réaliser, selon nos informations, le 1er closing de son nouveau fonds CIC Mezzanine 2 autour de 90 M€. L'équipe de CIC Mezzanine Gestion connue de longue date pour son expertise sur ce segment du marché semble bien partie pour atteindre rapidement son objectif initial.



Gwénaél de Sagazan rejoint Close Brothers

A 52 ans, le banquier d'affaires qui était Managing Director du pôle Corporate Banking chez HSBC a fait le choix de rejoindre la boutique M&A Close Brothers. Il s'est notamment illustré sur de nombreuses transactions dans le domaine des entreprises de taille moyenne dans le secteur des transports (KEOLIS, FRAIKIN...) et de la distribution spécialisée (Mr Bricolage, Groupe FLO).

BNP Paribas adapte son pôle banque d'investissement

BNP Paribas Corporate and Investment Banking (CIB) réussit plutôt bien en période de ralentissement du marché. La banque de la rue d'Antin est pour la quatrième année consécutive en tête de nos classements M&A pour les six premiers mois de l'année. Pourtant la banque a décidé d'adapter son dispositif pour optimiser davantage sa couverture des clientèles de grandes entreprises et institutionnels. Sous la responsabilité d'Eric Raynaud, ce nouveau dispositif sera composé de deux nouvelles lignes de métier : Le pôle Global Structured Finance, dirigée par Dominique Remy regroupera désormais les activités d'origination, de structuration, d'exécution et de syndication des

financements structurés pour tous les secteurs économiques. Le pôle Corporate & Transaction Group, dirigé par André Boulanger regroupera l'ensemble des activités liées à la gestion des flux clientèle (crédit, cash management, trade finance). Cette ligne de métier est placée sous la supervision de Dominique Remy. « Cette évolution vise à renforcer notre proximité envers nos clients partout dans le monde. Nous pensons que c'est devenu encore plus important dans le contexte actuel » : commente Jacques d'Estais responsable du pôle Corporate and Investment Banking de BNP Paribas. ■

O.B.

Club Med Gym change de propriétaire

Le premier réseau de club «fitness» en France avec 22 salles de sport dans Paris et plus de 72.000 membres change de mains. Il vient d'être repris par 21 Centrale Partners pour 74 M€. Dans le détail, le fonds 21 Centrale Partners prend 80% de la société, le Club Méditerranée conservera 20 % des titres. Cette opération vise à permettre au Club Med Gym d'accélérer son développement à moyen et long terme. Pour Henri Giscard d'Estaing, Président Directeur-Général du Club Méditerranée : « Ce soutien financier est une opportunité de renforcer la structure financière du groupe et de consacrer des moyens supplémentaires à la finalisation de sa montée en gamme et à la préparation de sa croissance future ». Aujourd'hui, le groupe exploite 22 salles en région parisienne. Le nombre de salariés est de 435. En 2007, l'ex-Gymnase Club a dégagé 50 M€ de chiffre d'affaires, presque autant

qu'en 2001 et une marge d'Ebitda de l'ordre de 20 %. Une ligne de capex financera l'ouverture de deux nouveaux clubs à Paris, sous l'enseigne CMG - qui continue d'exister. Le montage financier est équilibré. Il comprend une dette d'acquisition de 45 M€ dont 10 M€ de mezzanine. ■

O.B.

Les acteurs clefs :

21 Centrale Partners : G. Pluvinet, A. Pupin - **Conseils juridiques** : Veil Jourde (P. Deval, A. Coignard)

Conseils financier du cédant : Aforge Finance (L. Huetz de Lempis, V. Pellereau) ; Due Dilligence financière (D. Sidois, C. Kirk) juridique : Latham & Watkins (F. Mary) - **Dette** : senior : Société Générale (L. Petit) ; **Mezzanine** : Paris Orléans (J. Guerrand-Hermès) ; **conseil juridique** : De Pardieu (J-F Pourdieu)

France S.A a une carte à jouer en Asie-Pacifique

Jean-Claude Beaujour ne renonce pas. Colistier de Françoise de Panafieu et membre de l'UMP, cet avocat d'affaires veut continuer de peser en politique à la fois à travers son parti et son mandat d'administrateur de l'Inter Pacific Bar Association, association d'avocats d'affaires implantés ou travaillant dans la zone Asie-Pacifique, et qui réunit aujourd'hui 3000 membres. Mais pourquoi tant d'intérêt pour cette zone ?

« On l'oublie souvent mais la France fait bel et bien partie de la zone Asie-Pacifique à travers la Nouvelle-Calédonie et l'île de la Réunion », relève l'intéressé. « La plupart des pays asiatiques étant régis par un droit de type continental, le système juridique français dispose de vrais atouts à faire valoir, en particulier dans certains pays où la common law cherche également à s'imposer comme par exemple le Vietnam. C'est la raison pour laquelle je mène une importante réflexion sur ce thème associant à la fois les cabinets français implantés en Asie et des directeurs juridiques de grands groupes. On a réellement besoin de l'expertise française dans cette partie du monde, comme par exemple en matière de Partenariats Public-Privé ».



On l'aura compris, l'action de cet avocat ne saurait être réduite à la sphère purement juridique et Jean-Claude Beaujour insiste au contraire sur la parfaite complémentarité des activités d'avocat et d'homme politique : « Entre autres avantages, une bonne connaissance de l'activité gouvernementale et de la culture et des acteurs de la haute administration

tant française qu'étrangère permet de mieux appréhender une part essentielle du travail de l'avocat d'affaires dans des économies qui sont semi-administrées ou fortement réglementées, ce qui est notamment vrai en Asie. A mon sens, il est important que la France sache utiliser ses plateformes d'Outre-Mer dans le cadre du commerce international pour augmenter le volume de ses échanges avec certains pays clefs de la zone Asie-Pacifique comme la Chine ou le Japon. Une Nouvelle Calédonie désenclavée pourrait ainsi devenir un concurrent sérieux de Shangaï ou Hong-Kong du point de vue de l'attractivité économique. Mais une telle ambition sous-entend un volontarisme politique auquel j'entends bien m'associer ». ■

Bignon Lebray vise les PME

PME : le mot est aujourd'hui dans l'air du temps mais constitue depuis longtemps l'axe fort du développement de Bignon Lebray, cabinet parisien qui s'est développé à la fois en province (Lyon, Lille, Aix en Provence) et en Chine (Shangai), au point de compter aujourd'hui davantage d'avocats en dehors de son bureau parisien.

Pour Jacques Goyet, associé responsable de son département M&A et ancien associé gérant, « il est aujourd'hui devenu presque banal pour une PME d'ouvrir une joint-venture en Chine. Ce type d'entreprise réalise des opérations à la complexité croissante et c'est pourquoi le niveau de leurs besoins juridiques ne cesse de s'élever. Or il s'agit du cœur de clientèle de notre cabinet, dont la stratégie consiste à développer avec elle une relation privilégiée, afin de l'accompagner très en amont sur l'ensemble de ses projets ». Un tel positionnement semble aujourd'hui prendre tout son sens puisque, d'après une récente étude du cabinet Grant Thornton, 57 % des PME françaises ont exporté tout ou partie de leur production en 2007, contre 36 % en 2006.



Jacques Goyet

56 % d'entre elles estiment d'ailleurs que, dans un futur proche, la principale concurrence devrait être internationale.

Autant dire que le cabinet fondé en 1982 compte bien profiter de la tendance actuelle pour passer à la vitesse supérieure, crise financière ou pas. « Alors que notre implantation en province répondait historiquement à la volonté de s'adapter à l'implantation régionale de nos clients, notre objectif est désormais d'accélérer notre développement international au vu de leurs nouveaux choix économiques », indique

ainsi Jacques Goyet. « Notre positionnement de généraliste devrait d'ailleurs nous permettre de maintenir cette année un niveau d'activité identique à 2007, les industriels mid cap demeurant qui plus est relativement protégés des problèmes de financement. Recours aux fonds propres ou engagement pré négocié avec la banque : il n'est en effet pas rare que le financement des opérations de croissance externe des grandes PME soit bouclé avant même la signature de la lettre d'intention ». ■

Interview croisée de deux personnalités :



David Dowse, Head of International Business Services, Grant Thornton France, administrateur de la Chambre de Commerce et d'Industrie Franco-irlandaise et Patrick Mellett, de Mellett Architects Paris, Président de la Chambre de Commerce et d'Industrie Franco-irlandaise.



MDA : Les relations entre les Français et les Irlandais sont historiquement excellentes. Cela se traduit comment d'un point de vue commercial ? Quel est le poids de nos échanges commerciaux chaque année ?

Le poids des échanges commerciaux entre la France et l'Irlande est de l'ordre de 9,5 milliards d'euros, largement déficitaires pour la France, avec un taux de couverture d'environ 40%. Cependant, il convient de relativiser ce déficit français car statistiquement un montant non-négligeable des exportations françaises transitent par la Grande-Bretagne et sont comptabilisés comme des ventes au Royaume-Uni. Le commerce global de marchandises entre les deux pays a été en hausse de 3,5 % en 2007 par rapport à 2006. Les exportations françaises ont augmenté de 7,7 %, principalement en raison de la reprise des exportations de matériels aéronautiques. Près de 6 000 entreprises françaises exportent en Irlande, dont 3 400 PME, qui réalisent 15 % du chiffre total export. L'Irlande a été en 2007 le 27ème client de la France. L'Irlande est le 12ème fournisseur de la France. L'Irlande est un pays très ouvert sur l'extérieur depuis qu'elle mis en œuvre, à partir de 1987, une politique d'attraction des investissements étrangers, notamment américains, qui se servent de l'Irlande comme plate-forme industrielle pour les marchés de l'Union Européenne. C'est notamment le cas pour les trois secteurs sur lesquels la priorité a été

donnée, la pharmacie, l'informatique et les services financiers. C'est dans les deux premiers secteurs que l'on trouve l'essentiel des exportations de l'Irlande vers les pays européens. Pour la France, ces deux secteurs représentent 74 % des flux Irlande-France ; L'enrichissement progressif de l'Irlande et des Irlandais a permis de développer des flux significatifs d'exportations françaises, qui se partagent approximativement en trois catégories d'importance comparable, les biens d'équipement où les équipements de transport, airbus, ATR, tramways, prennent une part majeure, les intrants des industries pharmaceutiques et informatiques, et enfin les produits de consommation des ménages, dont la croissance a encore été forte en 2007. Ce commerce se développe dans un contexte favorable, dans la mesure où l'image technologique des produits français est excellente en Irlande. Les biens de consommation ont connu en 2007 une nouvelle année satisfaisante dans de nombreux domaines, pharmacie (124 M€, + 12 %), parfumerie (48 M€ + 9 %), vins (71 M€, + 13 %), produits laitiers (36 M€, + 6%), sucre (31 M€, + 20 %), viandes (23 M€, + 6 %), vêtements (22 M€ + 9 %). La France est le 6ème fournisseur de l'Irlande après le Royaume Uni, les Etats-Unis, l'Allemagne, la Chine et les Pays-Bas. La France est le 5ème client de l'Irlande après les Etats-Unis, la Belgique, le Royaume-Uni et l'Allemagne. Les achats français représentent 6 % des exportations irlandaises.

MDA : Quelle signification donnez-vous au Prix que vous avez remettez à l'entreprise la plus dynamique dans ses échanges franco irlandais ? Quel en est le sens profond ?

La Commerce et d'Industrie Franco-irlandaise CCIFIRL et sa chambre sœur en Irlande, la Ireland France Chamber of Commerce IFCC, ont régulièrement récompensé des entreprises dans chaque pays qui ont contribué à remplir leur mission : de promouvoir conjointement les échanges commerciaux et les investissements entre les deux pays. Ces prix ont été présentés par chaque Chambre individuellement dans son pays, et parmi les lauréats dans le passé en France l'on compte des entreprises comme le Groupe Pernod Ricard, Smurfit, Société Générale, Kerry Group, Cashback... Toutefois cette année est une année particulière car la CCIFIRL célèbre son 25ème anniversaire en France et la IFCC son 30ème anniversaire en Irlande. Les deux Chambres ont décidé, pour marquer l'occasion, de s'unir à l'occasion de ce double anniversaire pour présenter le « Prix d'Honneur de l'Entreprise de l'Année 2008 » à deux entreprises, une française et une irlandaise, pour leur remarquable contribution à l'expansion du commerce et de l'investissement entre les deux pays. Le sens profond du Prix de l'Entreprise de l'Année est de démontrer la capacité d'une entreprise irlandaise et d'une entreprise française à se développer

dans leur marché réciproque de manière innovatrice et durable. Il est également symbolique de l'excellence des relations d'affaires entre les 2 pays. Les deux Chambres sont heureuses de présenter cette prestigieuse remise des Prix d'Honneur à une entreprise irlandaise au Dîner de Gala CCIFIRL à Paris le 3 Octobre 2008 au Cercle de l'Union Interalliée, et à une entreprise française au Dîner de Gala IFCC de Dublin le 15 Novembre 2008, à la Mansion House.

MDA : Quelles sont les entreprises françaises les plus connues en Irlande et pourquoi ?

Les entreprises françaises les plus connues en Irlande sont celles qui disposent d'une implantation visible. C'est le cas de sociétés de service comme Axa, Veolia, Pernod Ricard (surtout grâce à l'entreprise irlandaise emblématique, Irish Distillers), Air France et sa filiale Cityjet. S'agissant des fournisseurs, les entreprises du luxe sont bien implantées, tel LVMH dont les activités se sont développées parallèlement à l'accroissement spectaculaire du pouvoir d'achat en Irlande. C'est aussi le cas de Danone, L'Oréal, pour les biens de consommation, et d'Alstom, Airbus pour les biens d'équipement et des ventes à Aer Lingus. Les marques Renault, Peugeot et Citroën sont évidemment très connues, avec un part de marché convenable face à une compétition forte. Dans le domaine routier et autoroutier le groupe Egis, avec notamment sa filiale Transroute, qui gère le tunnel du port, ou Sanef, qui réalise le péage automatique de la « M 50 », commencent également à être bien connues.

MDA : Le secteur des services (financiers, comptables ou juridiques, etc.) est-il proportionnellement aussi développé à Dublin qu'à Londres ?

Le secteur financier de Dublin est

probablement l'une des plus belles réussites des 15 dernières années puisque créé à partir d'une base assez légère il atteint aujourd'hui une taille critique qui met en évidence un environnement favorable aux entreprises. Les services financiers de type offshore sont très développés en Irlande, avec des spécialités dans la gestion de patrimoine ou la gestion de fonds alternatifs. Les volumes sont moins élevés qu'à Londres, mais proportionnellement très intéressants. En revanche les services comptables et juridiques sont concentrés sur le marché local et n'ont pas été développés pour l'exportation.

MDA : L'Irlande a souvent été pionnière en Europe. Quels sont les nouveaux secteurs de croissance pour les années à venir ?

Pionnier dans certains domaines oui, mais aussi plateforme pour les investissements extra-européens et européens. Le développement du français SERVIER en Irlande est assez emblématique du dynamisme du secteur pharmaceutique et de la santé. De la même manière l'implantation de Microsoft met en évidence la priorité en matière de logiciels et de l'économie de l'intelligence. Le secteur des jeux vidéo est en forte croissance ainsi que les métiers liés au savoir knowledge based. Les entreprises irlandaises, notamment des PME très entrepreneuriales, ciblent des créneaux bien précis en France dans le secteur des services, santé, informatique, bien différents des investissements plus classique irlandais de grandes groupes industriels tel Smurfit Kapa (emballage), Glen Dimplex (appareils de chauffage) et CRH (matériaux de bâtiment). Leurs filiales emploient quelque 10 000 personnes en France.

MDA : Dans un contexte économique de récession, pensez-vous que votre rôle d'intermédiaire et promoteur des échanges entre nos deux pays prend une importance particulière ?

Oui, effectivement, puisque dans une période de récession, les entreprises ont d'autant plus besoin d'être conseillées. Le rôle de la CCIFIRL est plus que jamais de rapprocher les entreprises françaises et irlandaises et d'être un facilitateur à cet égard. Le contexte récessif rend encore plus nécessaire le développement des échanges et de faire du net-working. La CCIFIRL s'efforce de travailler étroitement avec la IFCC dans ce but ainsi qu'avec les autres acteurs clefs publique et privé, comme l'Ambassade de France et l'Ambassade d'Irlande, la Mission Economique, Enterprise Ireland, IDA, AFII, les CCE... Elle valorise aussi bien évidemment les compétences de ces adhérents dans ce contexte. Par exemple, la ligne de services complète de Grant Thornton et sa solide implantation en Irlande et en France avec respectivement plus 450 et 1 100 collaborateurs, permet d'apporter des solutions adaptées et pragmatiques aux entreprises présentes dans ces deux pays.

MDA : Quels sont les grands chantiers à venir pour promouvoir les échanges entre la France et l'Irlande ?

Nos grands chantiers sont d'une part d'intéresser d'avantage les entreprises françaises à ce pays dont la taille du marché peut sembler petite, notamment dans une période de ralentissement. Mais à considérer les chiffres ils devraient inciter les entreprises françaises à s'intéresser d'avantage à l'Irlande. Et d'autre part d'encourager les entreprises irlandaises à s'aventurer sur le marché français souvent perçu comme difficile et compliqué. Mais nous pensons que la CCIFIRL a aussi un rôle important à jouer dans la modernisation des perceptions de l'Irlande et de la France. Certains perçoivent encore l'Irlande comme un pays plutôt exportateur de produits agro-alimentaires et la France orientée vers les produits de luxe... ■

CLASSEMENT M&A et LBO 2008



Bilan semestriel de l'après Subprime

**Conseils financiers, Banquiers, Mezzaneurs,
Fonds de LBO, Auditeurs, Avocats et Fiscalistes**

En partenariat avec :



La baisse du M&A au 1^{er} semestre cache une activité soutenue

Le marché français des fusions acquisitions accuse une baisse du nombre des opérations. Le Bureau Van Dijk recense 573 opérations de fusions acquisitions closes ou annoncées au cours des six premiers mois, ce qui représente une baisse d'activité de seulement 20% par rapport à l'année dernière à la même période. En quête d'opportunités d'acquisitions, les industriels restent très actifs. Tour d'horizon.

Par Olivier Bénureau

Les effets du Subprime continuent de se faire sentir sur les activités de fusions acquisitions. Le bilan du premier semestre 2008 fait état d'une baisse d'activité de l'ordre de 20% en volume. Le bureau d'étude Van Dijk a en effet, recensé 573 opérations de fusions acquisitions depuis le début de l'année. En montant, la baisse du M&A est encore plus importante. Le montant total des transactions sur la période ne représente en effet que 56 Md€ de transactions contre 94 Md€ au 30 juin 2007.

Cette baisse sensible s'explique d'une part, par un attentisme des acteurs au premier trimestre mais également d'autre part, par une certaine rareté des Jumbo deals. Pour le moment, la France n'a en effet réalisé qu'un seul dossier au dessus de 10 Md€. Il est l'œuvre de la Caisse des Dépôts qui a repris Eiffage pour la coquette somme de 16.8 Md€.

Au total, le bureau d'étude Van Dijk a recensé 25 opérations de fusions acquisitions au dessus du milliard d'euros. Le Mid-Market (valorisations comprises entre 100M€ et 1Md€) n'a enregistré qu'une cinquantaine de deals.

Sans être aussi importantes en montant, plusieurs opérations d'envergure ont ponctué le premier

semestre. SFR a ainsi racheté Neuf Télécom pour 8.9 Md€. Ce qui lui permet de renforcer significativement sa position sur le marché français de la télécommunication. Surtout, les six premiers mois ont été marqués par un mouvement d'acquisitions à l'international. Il faut dire que dans un marché français où le taux de croissance ne dépasse pas 2%, les entreprises françaises font de plus en plus le choix de passer à l'offensive sur des marchés étrangers où le potentiel de croissance est plus important (C.f. MDA n° 29 dédié aux stratégies des entreprises du CAC 40). C'est exactement le calcul fait par Renault qui, en rachetant la société russe, AvtoVAZ (maison mère de Lada) pour 2.7 Md€ va pouvoir profiter d'un marché de l'automobile en forte croissance, de l'ordre de 40% par an. De même, Pernod Ricard a devancé tous ses concurrents en s'offrant une pépite suédoise au prix fort (5,6 Md€): Vin & Spirit. Cette dernière continue de grignoter des parts de marché partout dans le monde.

Dans le secteur bancaire, la Société Générale qui a essuyé plusieurs déboires en 2008, n'en est pas moins restée fidèle à sa politique d'expansion dans les pays émergents. La banque française a racheté Rosbank pour seulement 3.8 Md€. Toujours dans le secteur bancaire, les Banques Populaires

ont su saisir l'opportunité d'étoffer leur réseau en rachetant les agences HSBC en France pour 2,1 Md€.

Très actif sur le front des acquisitions depuis trois ans, L'Oréal, n'a pas non plus raté le dossier Yves Saint Laurent Beauté. Au terme de l'enchère, le géant français s'est saisi de la PME pour un peu plus d'un milliard d'euros.

BNP Paribas, Citi et Morgan Stanley en tête des classements

Dans un marché moins porteur pour les opérations de croissance externe, quelques banques d'affaires tirent leur épingle du jeu. Comme lors des trois dernières éditions, BNP Paribas profite de sa position de leader pour asseoir sa position sur le marché. L'équipe de Thierry Varène, la plus importante en taille sur le marché, s'est illustrée sur les principales transactions. Elle profite également de son réseau pour être très active en région sur le Mid-cap. A quelques encablures derrière, on retrouve deux banques américaines; Citi et Morgan Stanley. Plus modestes en taille, les deux banques étaient toutefois sur les opérations phares du premier semestre (Eiffage/CDC, SFR/NeufTélécom...). On notera également la bonne santé de Rothschild, leader du marché en nombre d'opérations

conseillées (avec 22 opérations). La bonne surprise vient de Close Brothers qui avec 19 opérations bouclées est tout simplement deuxième du classement. La boutique M&A a bénéficié de son positionnement très «corporate» et de l'arrivée récente de nouveaux talents (Philippe Guezenc, Guenael de Sagazin). Au total, l'équipe d'Olivier Dousset compte aujourd'hui 52 professionnels. Selon nos informations, l'équipe pourrait prochainement prendre une autre dimension. Co-leader du Small cap l'an passé, Aforge se maintient dans le TOP 10 avec une dizaine d'opérations.

Seul Big 4 dans le TOP 10, E&Y Corporate Finance réussit également un très bon début d'année. Pour Vincent Paul-Petit, ce succès s'explique également par «la grande proximité de l'équipe avec les corporate» mais aussi par son «mix produit qui lui permet d'intervenir sur des missions très variées». On notera également la bonne santé de PwC CF, Deloitte Finance et KPMG C.F. qui ont bouclé chacun

neuf opérations. Il semble que le réseau très international des Big 4 soit devenu aujourd'hui plus que jamais un atout sur le Small et Mid Cap. Plus des deux tiers des opérations ont désormais une composante internationale.

Un small market toujours aussi vigoureux

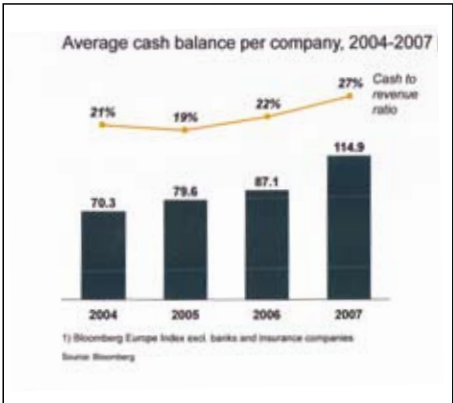
Un des faits marquants de ce début d'année, c'est la grande vitalité du Small Market en France. Ces opérations représentent plus de 92% des opérations de rapprochement depuis le début de l'année. La crise actuelle du financement n'a pas affecté ce segment de marché, bien au contraire. Beaucoup d'acteurs, qui ont des difficultés à boucler leur financement sur des opérations de taille significative, ont fait le choix de faire des acquisitions ciblées. Surtout, ces opérations s'expliquent par la nécessité d'assurer une succession aux dirigeants d'entreprises. Selon de nombreuses études, le nombre de PME qui doivent assurer leur transmission dans les trois

ans à venir dépasserait les 200 000. Ce qui assure une activité soutenue à tous les conseils M&A du small et Mid-cap.

Le LBO ne pèse désormais que 9% des fusions acquisitions en France

Ce n'est pas une surprise. La crise des financements a davantage pesé sur les opérations du LBO que sur les opérations d'acquisitions dites «pures». Cela semble logique, compte-tenu du fait que ces opérations reposent en grande partie sur l'effet de levier financier. Aujourd'hui, les LBO ne représentent que 9% du volume total des fusions acquisitions contre 15,8% l'an passé. Surtout, la rareté de la dette senior depuis le début de l'année a obligé les acteurs à s'adapter. Globalement, les fonds apportent désormais davantage de fonds propres dans les opérations. Dans le même temps, ils doivent faire appel à plusieurs banquiers pour le financement. Les club deal sont devenus la norme pour les opérations au dessus de 150 M€. ■

Les conseils financiers croient en un redémarrage de l'activité du M&A au deuxième semestre



Jérôme Morisseau
M.D. de Citi

“ Le premier semestre a été très bon. Notre pipeline du second semestre reste très riche malgré un environnement général compliqué. Les sociétés qui disposent de bilans sains cherchent à faire des acquisitions ponctuelles, notamment à l'étranger. Malgré cette dynamique favorable, les opérations de fusions restent difficiles à sortir car les vendeurs n'ont pas toujours ajusté leurs attentes de prix à la baisse ”

“ Nous sommes extrêmement occupés. En 2008, les opérations sont plus dures à réaliser mais notre positionnement sur les corporate nous est favorable. Plusieurs opérations d'envergure devraient sortir d'ici la fin de l'année...”



Olivier Dousset
Associé gérant
de Close Brothers



Vincent Paul-Petit
E&Y C.F.

“ Le premier semestre a été très actif. Nous sommes notamment intervenus sur les deals Paprec et Boone. Je crois que cette réussite s'explique par notre positionnement «Corporate». Notre «Mix produit» nous aide beaucoup dans un marché de plus en plus internationalisé, nous intervenons sur des dossiers très variés. Pour l'avenir, nous sommes très confiants. Le deuxième semestre s'annonce très prometteur...”

Les 15 plus importantes opérations de M&A au 30 Juin 2008

	Nom de la cible	Nom de l'acquéreur	Valeur Mil€
1	Eiffage	Caisse des dépôts	16.8
2	Neuf Telecom	SFR	8.2
3	Vin & Sprit	Pernod Ricard	5.6
4	Rosbank	Société Générale	3.8
5	Distrigaz	Eni G&P	3.8
6	Hagemeyer	Rexel	3.6
7	AvtoVAZ	Renault	2.7
8	Reso-Garantiya	AXA	2.2
9	Clarins	Clarins	2.2
10	Mawit Group	Saint Gobain	2.1
11	Réseau d'agence d'HSBC	Banques populaires	2.1
12	Scor	Scor	2.0
13	Cegelec	Qatari Diar	1.8
14	Geodis	SNCF	1.4
15	YSL Beauté	L'Oréal	1.1

Classement des conseils financiers au 1^{er} semestre 2007 (en valorisation)

	Nom	nbr	valeur Mil€
1	BNP Paribas	15	27 294
2	Citi	13	22 181
3	Morgan Stanley	3	18 283
4	Goldman Sachs	10	18 205
5	JP Morgan	8	14 994
6	Deutsche Bank	7	13 765
7	Calyon	4	13 747
8	Rothschild & Cie	22	13 026
9	UBS	13	10 152
10	Lehman Brothers	7	9 828
11	Merrill Lynch	8	8 362
12	Société Générale	9	6 797
13	Lazard	12	6 760
14	Houlihan Lokey	2	4 374
15	Hawkpoint	4	4 051
16	ABN Amro	3	2 660
17	Natixis	2	2 580
18	Goetzpartners Corporate Finance	2	2 510
19	Close Brothers	19	2 394
20	Credit Suisse	3	1 961
21	E&Y C.F.	12	1 037
22	Aforge Finance	10	703
23	PwC C.F.	9	550
24	Deloitte Finance	9	450
25	KPMG C.F.	9	355



Thierry Varène
BNP Paribas



Jérôme Morisseau
M.D. Chez Citi



Jean Baptiste Charley
M.D. Morgan Stanley



Source :

SALANS

30 ans d'expertise

750 avocats

183 associés

25 nationalités

- Présent dans 16 pays, Salans est un cabinet d'avocats international fondé sur le respect des compétences, des cultures et des aspirations de chacune et chacun
- Salans offre un service personnalisé et adapté aux besoins de chaque client
- Le cabinet conseille des sociétés multinationales et nationales issues de secteurs d'activités variés, des organisations internationales, des Etats et régions, des entreprises publiques et des organisations à but non lucratif

Nos domaines d'intervention :

- Fusions et Acquisitions
- Private Equity
- Banque et Finance
- Restructurations d'entreprises
- Arbitrage International
- Contentieux
- Fiscalité
- Propriété Intellectuelle, Nouvelles Technologies, Médias et Télécommunications
- Immobilier
- Concurrence et Antitrust
- Droit communautaire
- Droit public
- Droit social

9, rue Boissy d'Anglas
75008 Paris - France

Tél. : +33 1 42 68 48 00
Fax : +33 1 42 68 15 45
paris@salans.com

Classement des conseils financiers au 1^{er} semestre 2008 (en volume)

	Nom	nbr	valeur Mil€
1	Rothschild & Cie	22	13 026
2	Close Brothers	19	2 394
3	BNP Paribas	15	27 294
4	HSBC	14	103
5	Citi	13	22 181
6	UBS	13	10 152
7	Lazard	12	6 760
8	E&Y C.F.	12	1 037
9	Goldman Sachs	10	18 205
10	Aforge Finance	10	703
11	Société Générale	9	6 797
12	PwC C.F.	9	550
13	Deloitte Finance	9	450
14	KPMG C.F.	9	355
15	JP Morgan	8	14 994
16	Merrill Lynch	8	8 362
17	Deutsche Bank	7	13 765
18	Lehman Brothers	7	9 828
19	Grant Thornton C.F.	7	207
20	Calyon	4	13 747
21	Hawkpoint	4	4 051
22	Morgan Stanley	3	18 283
23	Houlihan Lokey	3	4 051
24	ABN AMRO	3	2 660
25	Credit Suisse	3	1 961



Laurent Baril
Rothschild & Cie



Olivier Dousset
Close Brothers



Thierry Varène
BNP Paribas



Source :



FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER

Fusions & Acquisitions

En 2007, et pour la troisième année consécutive, Freshfields Bruckhaus Deringer LLP a obtenu la première place du classement Fusions et Acquisitions européen de Mergermarket.

Notre groupe Fusions & Acquisitions à Paris accompagne et conseille des sociétés industrielles et de services, des banques d'affaires et des fonds d'investissement dans leurs projets de fusions et d'acquisitions et leurs opérations sur valeurs mobilières.

Notre approche nous permet d'aller au delà de la simple réponse à une question juridique donnée. Avec nos clients, nous anticipons et identifions leurs défis et les conseillons quant à la meilleure façon d'y faire face.

Nous conseillons nos clients, notamment, dans les domaines suivants :

- Droit boursier
- Fusions et Acquisitions de sociétés non cotées
- Private equity
- Marchés de capitaux
- Restructurations
- Joint ventures

Notre équipe est composée de 40 avocats, dont 7 associés :

- Antoine Vignial, responsable du groupe Fusions et Acquisitions à Paris
- Patrick Bonvarlet
- Fabrice Cohen
- Jean-Claude Cotoni
- Alan Mason
- Bertrand Pellet
- David Revcolevschi

Leurs biographies et coordonnées sont disponibles sur notre site :

www.freshfields.com



Géry-Edouard Lanthier Mark Wyatt Paul O'Mahony

L'équipe de KPMG C.F. revient sur les grandes tendances du M&A en 2008.

O.B. : KPMG CF est présent dans 50 pays dans le monde. Quelle est votre analyse du marché au niveau mondial ?

Mark Wyatt : Notre dernier indicateur mondial des fusions-acquisitions prévoit un déclin important du volume et de la valeur des opérations de fusions-acquisitions. Les valorisations sont en baisse dans quasiment toutes les régions du monde. L'Europe subit la deuxième plus forte baisse (-12,4 %) derrière la zone Afrique Moyen Orient. En parallèle, on observe une dégradation des bilans des entreprises, avec un ratio dette nette/EBITDA prévisionnel en hausse de 0,81x à 0,93x. L'Europe est la région qui a le ratio le plus élevé (0,97x). Cette prévision d'une dégradation des capacités bilancielles, couplée à des valorisations en baisse, augure d'un affaiblissement de l'activité de M&A qui devrait perdurer au niveau mondial.

O.B. : Qu'est-ce qui vous inquiète le plus pour les six mois à venir ?

Géry-Edouard Lanthier : Il y a encore un an, il y avait quatre ingrédients en faveur des opérations de fusions-acquisitions : un environnement économique favorable, des fonds à la recherche d'investissements, des financements bancaires à bas taux et des perspectives de résultats des sociétés favorables. Aujourd'hui, l'environnement s'est dégradé, les banques ne répondent plus présentes et les résultats des entreprises sont moins bons. Ainsi, sauf à devoir céder ou à devoir envisager une acquisition de nature stratégique, la tentation des acheteurs et des vendeurs est l'attentisme avant que les valorisations

retrouvent un point d'équilibre. **Mark Wyatt :** Les opérations en Europe ont déjà atteint un point critique, avec des multiples de PER en baisse de 12,4 %. Si l'Europe peut encore démontrer un potentiel pour des opérations d'envergure, ce qui pourrait modifier le montant total des opérations, la plus forte probabilité est que nous assistions à une dégradation de la situation, avec des bilans d'entreprises qui devraient s'affaiblir par rapport à d'autres régions. Les perspectives d'une reprise rapide semblent faibles. Les secteurs dont les bilans des entreprises se sont le plus dégradés sont les biens de consommation en Amérique Latine, les biens de consommation et les matériaux de base en Europe.

O.B. : Dans ce contexte, comment se porte KPMG CF en France ?

Géry-Edouard Lanthier : Le marché reste actif sur le small et mid-cap. Certes, la concurrence est plus vive compte tenu de la rareté des dossiers mais nous restons très actifs. La réalité du marché, c'est qu'au-delà de 300 M€ de dette, les banquiers continuent à prêter pour leurs clients corporate, mais ont réduit très sensiblement leur concours aux opérations LBO. Dans ce contexte particulier, KPMG CF a bénéficié de sa présence historique sur le segment du small et mid cap. Nous nous appuyons également sur notre réseau international pour intervenir sur des opérations transfrontalières. Cependant, on note un allongement du temps nécessaire à la réalisation des opérations et une baisse du taux de transformation, les acheteurs voulant s'assurer de la résilience des résultats et d'une visibilité sur les résultats

prévisionnels. Par ailleurs, nous avons trouvé des relais de croissance efficaces. Le pôle « Financements Structurés » continue de se développer avec des taux de croissance très élevés. Le tout nouveau pôle « Debt Advisory » est également très prometteur dans le contexte actuel. Nous intervenons de plus en plus sur des dossiers de retournement avec une équipe spécialiste de ces problématiques. Enfin, les activités d'évaluation continuent de croître sur une tendance favorable.

O.B. : Justement, dans quelle mesure l'activité de conseil en levée de dette est-elle légitime ?

Mark Wyatt : Le financement est devenu une des clefs des opérations de M&A. La dette est devenue une préoccupation majeure des fonds. L'arrivée de Paul O'Mahony, spécialiste en financement à effet de levier, a de fait accéléré le développement de cette activité. Nous avons pu capitaliser sur notre expérience européenne. L'équipe de Londres a levé 70 Md€ de dettes au cours des deux dernières années, ce qui en fait certainement un leader sur le marché.

Paul O'Mahony : En France, le marché est très prometteur. D'ici trois ans, l'équipe parisienne de « Debt Advisory » devrait comporter 10 professionnels dédiés. Nous avons vocation à conseiller les emprunteurs pour réaliser des « staple financing » ou optimiser les financements corporate. Nous intervenons également dans les renégociations de financements déjà en place, pour les grandes entreprises et pour les opérations LBO. ■



Support aux transactions • Support aux contentieux • Évaluations • Redressement d'entreprises

Un positionnement de pur conseil

Le seul acteur majeur du secteur opérant hors des contraintes liées à l'exercice d'une profession réglementée (pas de commissariat aux comptes)

Une équipe très expérimentée

17 associés sur 100 consultants
Expérience moyenne de 8 ans

Un métier : le chiffre

Des prestations qui s'appuient sur un socle technique éprouvé : comptabilité, finance d'entreprise, méthodologie d'audit

Un actionnaire de référence prestigieux

Aon Corp : 9 Md\$ de chiffre d'affaires, coté au NYSE

Un nouveau point de vue sur le conseil financier.


Accuracy
conseil financier d'entreprise

L'industrie du LBO plie mais ne rompt pas

Après un premier trimestre assez pauvre en deals, les acteurs du LBO ont su s'adapter à la nouvelle donne induite par la crise du financement. Les acteurs du Small-cap et du Mid-cap sont restés très actifs mais les délais pour boucler les opérations se sont allongés. Etat des lieux.

Le marché français des LBO accuse son premier retrait depuis le début des années 2000. Au total, le Bureau Van Dijk a dénombré 77 LBO représentant 5.3 Md€ de transactions. Ce qui matérialise une baisse de 30% en volume. Pour mémoire, l'an passé à la même période, le marché avait donné naissances à 110 LBO, représentant plus de 19 Md€ de transactions. Comme, on peut le constater, l'écart important surtout en valorisation s'explique par un premier trimestre extrêmement pauvre en deals et par la quasi disparition des jumbos deals. Parallèlement, les acteurs ont constaté à regrets un allongement notable dans la réalisation des opérations. Pour beaucoup, la recherche des financements s'est étalée sur plusieurs mois. En effet, au dessus

d'un certain quorum de dette, les banquiers se réunissent désormais en pool pour financer une opération de LBO.

Le small cap et le mid cap sont restés très actifs

Depuis le début de l'année, l'essentiel des transactions (92%) se sont matérialisées sur le small et mid-market. Sous la barre des 75 M€ de valorisation le marché des LBO est resté extrêmement dynamique. Au total, le BvD a répertorié 68 opérations de LBO sur ce segment. Au delà de 75 M€ de valorisation, le marché s'est révélé moins dynamique. La difficulté à trouver des financements a parfois fait avorter certaines opérations. D'autres bien que retardées seront

néanmoins annoncées et bouclées au second semestre (Photonis, Gérard Darel, Labco, CEPL...). Au final, seulement une dizaine d'opérations au dessus de 74 M€ ont été dénombrées, et seulement 6 au dessus de 150 M€. L'acteur historique, LBO France, est impliqué dans trois d'entre eux. De loin la plus importante, l'opération Converteam a été rendue possible grâce à un apport important en fonds propres de la part des fonds et un financement réunissant pas moins de 5 banques. Parmi les dossiers qui ont ponctué ce premier semestre, on peut rappeler également But, Maisons du Monde Frial, Etanco ou encore Averys. Ces dossiers dont la valorisation dépasse 150 M€ ont un point commun : le financement a été difficile à boucler. Avec pour conséquence directe, un

étalement des négociations dans le temps. Il faut également noter que dans les dossiers Converteam, Maisons du Monde et Averys, les investisseurs initiaux ont été contraints de réinvestir massivement dans la nouvelle opération. Ce réinvestissement était une des conditions *siné qua non* pour que ces opérations voient enfin le jour dans le contexte actuel. Une des grands facteurs de réalisation des deals lors de ce premier semestre a été sans conteste la grande réactivité des fonds. Ceux-ci ont en effet réussi à s'adapter très rapidement aux nouvelles conditions de marché. Le deuxième semestre devrait s'avérer sous de meilleures hospices que le premier. Plusieurs deals de place sont attendus: CEPL, Cegelec, Gérard Darel, Buffalo Grill, Geoservice... ■

O.B

Classement des fonds de LBO les plus actifs en 2008

	Nom	Nbr	valeur Mil€
1	MBO Partenaires	6	Kaporal, ASI, Les Zelles
2	Sigefi Private Equity	5	Protéines, Eurovitrage
3	Initiative et Finance	5	DGI, Eurolev, Amplitude
4	LBO France	3	Converteam Maisons du Monde Averys
5	Barclays PE France	3	Martek Power, Karavel Converteam

Source :



Les LBO des millésimes 2003 /2004 sont sous haute surveillance

La dernière conférence réalisée par la banque d'affaires indépendante, Close Brothers, est riche d'enseignements. Dans un marché du financement qui s'est considérablement contracté depuis quelques mois, certains LBO pourraient connaître des difficultés dans les mois à venir. Mais comme le souligne François Duval, Director chez Close Brothers: « Les LBO en difficultés ne sont pas ceux que l'on croit. En effet, sauf rares exceptions, les LBO contractés depuis un ou deux ans ne devraient pas connaître de problème de financement. Les valorisations et les conditions de leveraged étaient très élevées mais dans le même temps, la rédaction assez laxiste des clauses des prêts était telle que ces sociétés ne se retrouvent pas en défaut de paiement ». Au final, les LBO qui devraient être en difficulté devraient être les LBO des millésimes 2003 ou 2004. Certes, ces LBO étaient structurés à des prix et des multiples de dettes acceptables, mais ils sont aujourd'hui sous haute surveillance. La raison ? Après trois ans ou quatre ans, ils reviennent sur le marché pour être revendus à des fonds ou à des industriels. Or, les valorisations et les multiples de dette ne sont plus aussi élevés. Résultat : les vendeurs repoussent la vente alors que dans le même temps, les clauses financières commencent à peser sur les entreprises de façon grandissante. Après trois ou quatre années d'existence, il est prévu en effet que la dette amortissable d'un LBO augmente par palier. Ce qui rend la situation de plus en plus difficile pour ces entreprises. Pour les spécialistes du retournement, le marché est en train de se troubler. Chez Duff & Phelps, on parie que l'été 2008 sera difficile pour un certain nombre d'entreprises et notamment sous LBO : « le marché des LBO en difficulté n'est pas un mythe mais bien une réalité aujourd'hui », assure Fabrice Keller. Plusieurs facteurs expliquent ce phénomène : « les multiples de dette élevés pratiqués au cours des dernières années, la hausse du prix des matières premières et une croissance faible », explique le professionnel. La constante aujourd'hui, c'est l'urgence. « On nous demande toujours plus de réactivité et d'implication. Mais soyons positif, quand un dossier est pris en amont, on peut obtenir des résultats probants en l'espace de deux semaines », assurent Marc-Antoine Cabrelli et Sophie Moreau, MD de Duff & Phelps.

Les 10 plus importantes opérations de LBO du 1^{er} semestre 2008

	Nom de la cible	Nom de l'acquéreur	Valeur Mil€
1	Converteam	LBO France, Barclays PE. Mnt	1 900
2	BUT	Colony Capital, Goldman Sachs, Merchant EP	550
3	Maisons du Monde	LBO France, Apax, Ixen Partners	435
4	Frial	Alpha Associés	271
5	Etanco	Indusri Kapital	250
6	Averys	LBO France, 21 Centrale Partners	180
7	Nord Est	21 Centrale Partners	123
8	Virgin France	Butler Capital	104
9	Léon de Bruxelles	OFI P.E.	82
10	Club Med Gym	21 Centrale Partners	74

Source :



Converteam : le LBO de l'année



Ce LBO secondaire est le plus important réalisé sur le marché français depuis la crise du subprime. Dans un contexte difficile, pas moins de sept candidats dont General Electric ont répondu à l'enchère orchestrée par Hawkpoint et Lehman Brothers. Au final, l'équipe de LBO France a été choisie pour accompagner la forte croissance du leader de la conversion d'énergie dans le monde. L'antériorité de la relation avec le management et sa flexibilité ont fait la différence.

On dit souvent dans le petit cercle du Private Equity, qu'une des clefs de la réussite d'un spin-off d'un grand groupe tient au fait qu'il libère les énergies. L'ex-filiale d'Alstom, Converteam, en est sans doute une des plus parfaites illustrations. L'histoire a commencé le 10 novembre 2005 alors qu'Alstom décidait de se séparer de sa filiale auprès de son management et de Barclays Private Equity France pour 120 M€. Depuis, l'entreprise française ne connaît que des succès. Le virage stratégique impulsé par Pierre Bastid a permis au groupe de tripler sa taille (875 M€ de CA) et de devenir la société la plus rentable de son secteur. Cela en moins de trois ans. « Il fallait transformer l'entreprise en société d'ingénierie capable de livrer des solutions à très forte valeur ajoutée à nos clients: c'est aussi une façon de réaliser des économies significatives en matière d'énergie », résume sobrement Pierre Bastid, président de Converteam. Mais pour ce faire, l'entreprise a dû entamer une mue profonde et créer une culture d'entreprise très entrepreneuriale. « Notre stratégie est pertinente mais pour réussir véritablement il faut des salariés impliqués, autonomes et intéressés aux résultats. La réussite d'une affaire c'est à 90% de l'exécution », assure l'industriel de 53 ans. Discret, l'homme connaît parfaitement son

secteur mais aussi ses clients. Pour répondre au mieux à leurs besoins, une « Converteam Academy », a été créée au sein de l'entreprise. Ce centre de perfectionnement permet entre autre de consolider le lien unissant les différents membres de l'entreprise. « C'est un lieu d'échange mais aussi de plaisir. L'ambiance y est excellente », aime à rappeler son créateur. Pour l'avenir, Converteam bénéficie d'un marché en forte croissance. « Depuis trois ans, nous avons fait 45% de croissance par an, soit 5 fois la performance des marchés. Pour les trois prochaines années, nous estimons pouvoir réaliser 15% de croissance annuelle, soit 2 fois la performance du marché car nous avons plusieurs leviers de croissance », assure Pierre Bastid. On comprend pourquoi LBO France n'a pas hésité une seconde à entrer au capital pourtant sur la base d'une valorisation élevée (1,9 Md€) et en renonçant aux garanties de passif. Unis depuis trois ans, Barclays PE France et l'équipe dirigeante ont décidé de continuer ensemble. Dans le détail, Barclays PE France remet 310 M€. L'équipe dirigeante a pour sa part, réinvesti l'intégralité de sa plus-value pour détenir un tiers du capital. LBO France a, lui, pris le dernier tiers. Autre originalité du deal: il aura fallu pas moins de cinq banques et six mois d'efforts pour trouver un financement : SG, RBS, Lehman Brothers, Natixis

et HSBC ont répondu présentes. Ensemble elles ont arrangées environ 800 M€ de dette. Par ailleurs, les 5000 salariés, répartis dans quatorze pays, bénéficieront désormais d'un plan d'intéressement très avantageux. Une façon de partager les richesses mais aussi de renforcer le lien au sein de l'entreprise. ■

Conseil financiers : Lehman Brothers; Hawkpoint Partners, **VDD financière :** Ernst & Young TS (P. Raidron et S. Kraft) **Conseil juridique :** Mayer Brown (Xavier Jaspar, Laurent Borey) **Conseil Management :** Wilinski Scotto. **Dette senior :** SG, RBS, Lehman Brothers, Natixis et HSBC



Pierre Bastid
Président de Converteam



Opérations complexes Réponses précises

Devenu aujourd'hui l'un des plus grands cabinets d'avocats au monde, Mayer Brown compte 1800 avocats répartis dans 21 bureaux en Amérique, en Europe et, depuis la fusion avec Johnson Stokes & Master, en Asie. A Paris, 67 avocats, dont 14 associés, conseillent une clientèle française et internationale sur les transactions et les contentieux les plus divers et les plus sophistiqués.

Le cabinet intervient notamment en matière de :

- Fusions/Acquisitions
- Private Equity, LBO
- Financements structurés
- Ingénierie fiscale, structuration des opérations de LBO
- Droit et Financement Immobilier
- Arbitrage international & Contentieux
- Droit Social

www.mayerbrown.com

Mayer Brown, Avocats à la Cour

20, avenue Hoche - 75008 Paris - +33 1 53 53 43 43

MAYER • BROWN

BANGKOK - BERLIN - BRUXELLES - CANTON - CHARLOTTE - CHICAGO - COLOGNE - FRANCFORT - HANOI - HO CHI MINH VILLE
HONG KONG - HOUSTON - LONDRES - LOS ANGELES - NEW YORK - PALO ALTO - PARIS - PEKIN - SÃO PAULO - SHANGHAI - WASHINGTON DC

DEBEVOISE & PLIMPTON LLP



21, avenue George V
75008 Paris
France
Tel: +33 1 40 73 12 12
Fax: +33 1 47 20 50 82

Fusions-acquisitions (corporate et private equity)

Raman Bet-Mansour
rbetmansour@debevoise.com

Marc Castagnède
mcastagnede@debevoise.com

Pierre Clermontel
pclermontel@debevoise.com

Drew Dutton
ddutton@debevoise.com

Patrick Laporte
plaporte@debevoise.com

Antoine Kirry
akirry@debevoise.com

Marchés de capitaux

Raman Bet-Mansour
rbetmansour@debevoise.com

Marc Castagnède
mcastagnede@debevoise.com

Pierre Clermontel
pclermontel@debevoise.com

Drew Dutton
ddutton@debevoise.com

Fiscalité

Pierre-Pascal Bruneau
ppbruneau@debevoise.com

Création de fonds

Pierre-Pascal Bruneau
ppbruneau@debevoise.com

Concurrence et réglementation européenne

Noëlle Lenoir
nlenoir@debevoise.com

Contentieux et arbitrage international

Frederick T. Davis
ftdavis@debevoise.com

A Paris, les activités de notre cabinet sont concentrées sur les domaines spécialisés des fusions, acquisitions et joint-ventures, des opérations de marchés de capitaux, du financement, de la structuration de fonds d'investissements, du droit pénal des affaires et du contentieux arbitral international. Nos avocats conçoivent, négocient et mettent en oeuvre les structures juridiques d'une grande variété d'opérations, en tenant compte notamment des aspects de droit de la concurrence, droit du travail, droit des sociétés et des questions de fiscalité interne et internationales. Debevoise & Plimpton LLP a participé à de nombreuses opérations qui ont contribué ces dernières années à remodeler le paysage industriel et financier en France et en Europe.

Fondé à New York en 1931, Debevoise & Plimpton LLP est aujourd'hui un cabinet international de près de 700 avocats répartis dans huit bureaux aux Etats-Unis, en Europe et en Asie. Plus de 150 avocats sont basés en Europe, dont une cinquantaine à Paris.

WWW.DEBEVOISE.COM



GONZAGUE DE BLIGNIERES de Barclays PE France revient sur les grandes tendances du LBO en 2008

O.B. : Dans quelle mesure la crise du Subprime menace l'industrie du LBO en France ?

Gonzague de Blignières : Le marché du LBO a connu des moments difficiles depuis vingt ans mais il s'est toujours relevé. Dans la conjoncture actuelle, il faut être solidaire ! Dans l'industrie de l'agro alimentaire ou des matières premières, quand le bateau tangué, tous les acteurs se réunissent et s'entraident. A nous d'en faire autant pour traverser cette crise. Depuis les années 2000 les fonds de private equity se sont installés comme un actionnariat naturel des PME en France. Je le rappelle : 28% des entreprises de plus de 250 salariés ont un fonds de private equity au capital. La vraie question est de savoir si cette crise du subprime est structurelle ou conjoncturelle. Pour moi, il est évident qu'elle n'est que conjoncturelle. A dire vrai, je ne suis pas inquiet sur la capacité des fonds de LBO à trouver de la dette dès lors que les LBO portent sur des bons actifs et que les dossiers sont préparés en amont. Les récents LBO sur Maisons du Monde, Converteam ou encore Cégélec en sont des parfaites illustrations.

O.B. : Barclays PE France continue à être très actif, comment vous êtes vous adaptés à cette nouvelle donne ?

Gonzague de Blignières : Les banques

prêtent moins et sont très sélectives. Si l'on regarde de près ce qui s'est passé, cela a commencé fin 2006 et pas en juillet 2007. Il y a deux ans, les banquiers syndiquaient plus les dettes LBO entre eux, mais plutôt via les CLO/CDO, c'était un signe avant-coureur. Aujourd'hui, les banquiers n'hésitent plus à se mettre à quatre ou cinq parfois pour financer des LBO de taille significatives mais il y a toujours un appétit des banquiers pour les bons dossiers. Ce qui est vrai c'est que c'est désormais plus compliqué et que cela prend du temps. L'historique de la relation avec eux compte énormément dans cette période plus difficile. Ils nous faut plus travailler sur les actifs, optimiser les financements, faire de la croissance externe, prend plus de temps.

O.B. : Compte tenu de leur endettement, les entreprises sous LBO sont-elles plus fragiles que les entreprises du même secteur ?

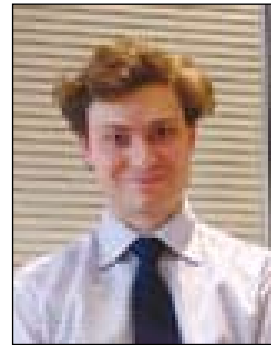
Gonzague de Blignières : Au contraire, Dans le contexte actuel, je pense qu'une PME a plutôt intérêt à être sous LBO que le contraire. Le fait d'avoir un fonds au capital est un atout. Nous sommes des actionnaires sur le long terme, présents dans les bons et mauvais moments. Je crois qu'un entrepreneur est content aujourd'hui ne pas être seul et de pouvoir discuter avec un sponsor de la conjoncture

et des orientations à prendre. Par contre, si la dette était trop élevée, la réaction du fonds d'investissement en cas de difficulté sera déterminante.

O.B. : Comment voyez-vous l'avenir du LBO ?

Gonzague de Blignières : Les prix vont baisser et les niveaux de TRI également mais en valeur relative, les rendements resteront élevés comparés aux cours de Bourse. Je pense qu'il est important de ne pas faire du catastrophisme, il y a autant d'actifs à vendre aujourd'hui. Seules les conditions changent. Le marché de la finance est le plus volatile que je connaisse. Il chute vite mais se redresse aussi vite. Pour 2008, je dirai que le vrai problème c'est l'économie générale. Surtout dans un environnement où les banques peuvent restreindre les crédits aux PME. Pour soutenir les PME dans leur développement, je pense qu'un rappel des principes de solidarité du gouvernement auprès des principales banques serait la bienvenue. Par ailleurs, le problème des délais de paiement pour les PME deviendra crucial et difficile en cas de légère récession, et là il faut agir vite. Deux mesures qui pourraient donner un nouveau souffle à nos PME en période difficile. ■

FOCUS RETOURNEMENT



Interview croisée de quatre professionnels spécialistes du retournement :
Pierre-Alain Bouhénic associé chez Armfelt & Associés, Guillaume Cornu associé chez Deloitte, Henri Chriqui administrateur judiciaire et Pierre Khoury, associé chez Vermeer Capital

O.B. : Depuis quelques mois, sentez-vous que le marché du LBO est en train d'évoluer ?

Pierre Alain Bouhénic : On observe une certaine augmentation du nombre de LBO en redressement et en sauvegarde. A ma connaissance une poignée de dossiers sont en difficulté. Jusqu'à une date récente, les difficultés concernaient surtout, soit des LBO ambitieux, soit des sociétés ayant une activité cyclique (SII, textile, l'équipement auto, le meuble, retail). Aujourd'hui, le marché ne sanctionne pas seulement les LBO audacieux. Je dirai que les problèmes qui frappent aujourd'hui l'ensemble des LBO sont majoritairement dû au fait que le LBO est bloqué par l'exigence du financement du BFR. C'est une tendance nouvelle.

O.B. : Faut-il s'en inquiéter ?

Pierre Alain Bouhénic : Oui, c'est

préoccupant même si des solutions existent dans la plupart des cas. Il convient de distinguer l'origine des difficultés. En effet, un certain nombre de difficultés sont liés à la structure même du LBO. Dans certains cas, les arbitrages se font en faveur des urgences. Ainsi, certaines sociétés vont par priorité servir la dette plutôt que de renouveler l'outil industriel. Dans d'autres cas, les LBO sont construits de façon très ambitieuse avec un montant très supérieur à la capacité de remboursement de la dette. Enfin, le problème peut venir du management, notamment quand la société est sous performante.

O.B. : Quel bilan tirez-vous deux ans après la mise en place de la loi de sauvegarde ?

Pierre Alain Bouhénic : La loi de sauvegarde de 2005 s'est avérée efficace notamment grâce au gel des actions pendant cette période et le fait qu'elle

incite les nouveaux investisseurs au financement. Je trouve que nous avons désormais les outils pour traiter de façon plus constructive les difficultés. D'ailleurs les acteurs y gagnent en réactivité.

O.B. : Quelles sont les points clés pour prévenir les difficultés d'une entreprise ?

Pierre Alain Bouhénic : Je dirai qu'il convient de réaliser un suivi très étroit des flux financiers et de renforcer l'information financière. Ensuite, il convient de sensibiliser le management au changement de son environnement.

O.B. : Dans le traitement des difficultés, les LBO bénéficient-ils d'un traitement particulier ?

Henri Chriqui, (Administrateur Judiciaire) : Les LBO en distressed

ont une double particularité. Dans le cas où la reprise se fait au niveau de la société opérationnelle (et non au niveau du holding), il convient d'agir vite car généralement ces sociétés sont plutôt bien gérées. La deuxième particularité est liée au fait qu'un LBO qui sous performe à cause de R&D nécessitera de l'argent frais. Ce qui conduit l'arrivée d'investisseurs différent dans leur approche. Il y a une trentaine d'acteurs du retournement actifs sur le marché français et prêt à saisir des opportunités. Ce qui permet des solutions supplémentaires en cas de difficulté mais impliquent aussi pour le management en place d'accepter d'avoir un actionnaire très « hands-on ».

O.B. : Face à la recrudescence des LBO en difficultés, souhaitez-vous mettre en place des mécanismes spécifiques, et quels sont-ils ?

Henri Chriqui : Les LBO en difficulté sont un vrai thème d'actualité. Nous réfléchissons aux meilleurs outils pour aider ces entreprises à faire face. Premier constat : dans ces dossiers, il n'y a pas de remède type et bien souvent il faut remettre à plat le modèle économique. Les conseils financiers indépendants sont essentiels à ce stade. Concrètement il y a plusieurs possibilités : réduire le montant des remboursements ou revoir leurs intérêts. Le dossier peut ainsi se terminer par un protocole d'accord.

La où cela devient plus compliqué, c'est quand la cible a besoin d'argent frais. L'idéal, ce serait que les banques prêteuses ou mezzaneurs prennent le contrôle et fassent le travail de restructuration. L'alternative peut être trouvée chez les fonds de retournement qui arrivent et apportent de l'argent dans la société opérationnelle. Pour le moment, je pense que nous sommes encore qu'au début des difficultés des LBO. Les deux prochaines années vont être décisives je pense.

O.B. : Vous êtes spécialiste des restructurations depuis plus de quinze ans, comment sentez-vous le marché actuellement ?

Guillaume Cornu : Standarts & Poors a publié récemment une enquête révélant que 50% des LBO montés au cours des dernières années ont connu des bris de covenants. Aujourd'hui, on sent il est vrai une forte accélération de note courant d'affaires dans les LBO. La bonne nouvelle, c'est que les fonds nous consultent assez en amont. Dès que les premiers signaux d'alerte sont là (bris de covenants), ils réagissent. A ce stade, on travaille sur l'optimisation de BFR. Si les choses se compliquent, mon conseil est de communiquer de façon transparente avec les banques pour obtenir un rééchelonnement de dette. On va alors capitaliser sur cette période pour adapter le business plan et la structure financière à la nouvelle situation.

O.B. : Concrètement, quelles sont les différentes options ?

Guillaume Cornu : En la matière, nous recherchons la procédure la plus idoine. Il n'y a pas de schéma type. Un des enjeux majeurs est souvent de sécuriser les solutions de financements de l'entreprise. Il faut souvent trouver des alternatives aux financements classiques. On met en place des dettes mezzanine, des OBSA, des crédits syndiqués et il est parfois nécessaire de faire appel à des fonds de retournement. Pour répondre aux problématiques des LBO en difficulté, il faut être capable de conseiller l'entreprise aussi bien dans ses problématiques de haut de bilan que de bas de bilan. C'est pour cela que nous avons créé une ligne de « Debt Advisory ».

O.B. : Pensez-vous que la conjoncture actuelle va favoriser les opérations de retournement au deuxième semestre 2008 ?

Pierre Khoury de Vermeer : Nous pensons que les difficultés au sein des sociétés sous LBO vont s'accélérer en septembre dans notamment dans quelques secteurs comme la distribution ou le textile. Les difficultés sont liées à la baisse de volume, la hausse des coûts de matières premières et l'atonie générale des affaires. On estime à une trentaine de LBO le nombre de LBO en souffrance aujourd'hui. Ce qui nous semble cohérent avec le nombre de fonds de LBO en France. En synthèse, les choses sont assez liées à l'économie réelle. Notre métier consiste à identifier les entreprises qui ont une capacité de rebond et les aider dans leur développement futur. Dans ce métier, il faut se montrer très sélectif pour éviter les mauvaises surprises. Mais quand vous réussissez, c'est très satisfaisant d'avoir pu aider une entreprise, et cela peut s'avérer également rentable. En cédant Léon de Bruxelles, l'investissement initial a été multiplié par quasiment 11 fois. ■

Le marché de la dette reste convalescent

10 mois après la crise des Subprime, le marché n'a toujours pas retrouvé une activité normale. Les banquiers sont devenus extrêmement sélectifs et pour certains frileux. Ils se concentrent désormais sur les meilleurs dossiers. Plus de 50 Md€ de dette LBO restent à syndiquer mais on peut espérer une embellie d'ici la fin d'année 2008.

La crise du Subprime n'en finit pas de peser sur les banques. En un an, la dette LBO est passée de la surabondance à la rareté, voire à la pénurie sur les grosses opérations. Pour ne rien arranger, les établissements bancaires sont désormais confrontés à de nouvelles problématiques. La dette d'acquisition à effet de levier est devenue plus chère et consomme davantage de fonds propres qu'auparavant avec les nouvelles normes prudentielles Bâle 2. Conséquence immédiate : les banques renforcent leur bilan et allègent leur portefeuille de dette. Dix mois après le début de la crise, les banquiers ont toujours plus de 50 Md€ de dette

LBO à syndiquer. Depuis plusieurs mois, le marché de la syndication londonien fonctionne au ralenti. Ce qui contraint les banquiers à un jeu d'équilibriste : être sélectifs dans leur approche des dossiers sans pour autant stopper définitivement leurs relations avec les fonds. Les opérations récentes telles que Maisons du Monde, Cegelec, Converteam ou Vitalia montrent que même les opérations d'envergure sont possibles dès lors que les acteurs sont montrent flexibles. Le montage de Converteam, qui devait être celui d'un LBO classique a considérablement évolué depuis six mois. Au final, LBO France ne prend qu'un tiers du

capital, Barclays Private Equity et le management, qui ne souhaitent pas de repreneur industriel, injectent respectivement 300 et 500 M€. Le financement de l'opération a été réalisé par un consortium de banques composé de Lehman Brothers, HSBC, Natixis, SG et RBS. Vendu 435 M€ à Apax Partners, Maisons du Monde a été financée en dette senior à hauteur de 215 M€ par trois banques commerciales : CIC, Natixis et Calyon. Dans ce contexte, les mezzaneurs interviennent très fréquemment pour apporter une source alternative de financement très utile par les temps qui courent. ■ O.B.

Les banques les plus actives (S1 2008)

	Nom	nbr	Dossiers phares
1	CIC	18	Maisons du Monde
2	Société Générale	11	Etanco, Maisons du Monde, CluMedgym
3	Calyon	8	Senoble
4	BNP Paribas	4	ASI, HBP
5	Natixis	3	Converteam, Financière Beauté

Source :



Les mezzaneurs les plus actifs (S1 2008)

	Nom	nbr	valeur Mil€
1	CIC Mezzanine	5	33
2	Paris Orléans	5	26
3	European Capital	4	103
4	Capzanine	4	40
5	Mezzanis	4	36
6	Euromezzanine	4	112
7	Acto Mezzanine	3	40
8	AXA Mezzanine	2	25
9	IDI Mezzanine	2	18
10	IFE Conseils	2	17.5

Mezzanine: ce qui a réellement changé en 2008



Par Christophe Garaud (à gauche) & Emmanuel Scialom (à droite) associés chez Willkie Farr & Gallagher

Le marché des financements mezzanine a incontestablement connu un essor et une mutation spectaculaires au cours des derniers mois. La crise des sub-primes et les difficultés rencontrées par les investisseurs en vue de lever de la dette senior classique ont provoqué un regain d'intérêt pour les financements mezzanine : ceci leur permet de compenser partiellement la réduction du quantum de dette senior et éviter ainsi d'avoir à effectuer totalement cette compensation au moyen d'une injection additionnelle de fonds propres. Cette demande accrue pour ce type de financement a modifié les rapports de force en présence et a eu un impact manifeste sur les conditions, tant financières que juridiques, dans lesquelles ces financements sont consentis.

Financièrement, on constate une augmentation significative des taux d'intérêts exigés par les mezzaneurs.

Sur un plan juridique, on observe un renforcement des protections demandées par les mezzaneurs. Ceci se traduit en premier lieu par l'insertion presque systématique de clauses dites de « non-call » par lesquelles les prêteurs sont assurés de percevoir les intérêts qui auraient été dus pendant une période minimum (généralement d'environ 2 ans), quand bien même l'emprunteur

effectuerait un remboursement anticipé avant l'expiration de cette période.

L'autre tendance est l'octroi également presque systématique de BSA au bénéfice des prêteurs Mezzanine. Cette pratique qui n'est pas nouvelle, avait été très largement écartée par les praticiens jusqu'à la fin de l'année 2007 dans les opérations importantes. La qualité de porteur de BSA, bien que ne conférant que des droits très limités vis-à-vis de l'émetteur aux termes de la loi (puisqu'elle ne donne pas la qualité d'actionnaire), change substantiellement la position des prêteurs : ces derniers doivent être parties au pacte d'actionnaires traditionnellement conclus par les sponsors et le management, lequel devient un pacte de titulaires de valeurs mobilières.

A cette occasion, les mezzaneurs prennent part à l'ensemble des négociations et obtiennent aujourd'hui des droits conséquents en matière d'information, de liquidité à la sortie, voire parfois des droits de préemption, qui les rapprochent de la situation d'un véritable actionnaire. Cette logique est poussée à l'extrême dans le cadre des opérations dites « sponsorless » qui sont actuellement de plus en plus fréquentes. Dans ces circonstances où les actionnaires n'ont effectué aucun apport de fonds propres

supplémentaires, leurs divergences d'intérêts avec les mezzaneurs sont plus marquées et il est alors essentiel pour les mezzaneurs, seuls partenaires à avoir financé en numéraire l'opération, de négocier des droits spécifiques dans le cadre du pacte, pour notamment régler les problématiques de dilution ou d'apport d'argent frais en cas de difficultés.

Au final, si les sponsors, afin d'éviter d'avoir à renforcer les fonds propres de leur holding d'acquisition, parviennent à trouver dans les mezzaneurs, des partenaires prêteurs répondant à leurs attentes d'un point de vue financier, ils semblent davantage trouver aussi des partenaires dont le comportement d'un point de vue juridique est de plus en plus proche de celui d'un actionnaire. En outre, les niveaux importants de dilution potentielle induite par les BSA récemment accordés aux mezzaneurs et les droits que ces derniers parviennent en conséquence à négocier, tendent également à les rapprocher du statut de l'actionnaire d'un point de vue économique. D'aucun considéreront que cette situation ne fait que dissimuler une réalité évidente : les besoins en fonds propres pour réaliser une opération de LBO se sont accrues et le recours aux financements mezzanine devient de plus en plus une simple forme de structuration pour y répondre. ■

Les Buy-Out 2007 ont progressé deux fois plus vite que la Bourse

Selon l'étude E&Y dédiée aux sorties de LBO, la valeur des entreprises cédées en 2007 par les fonds de buy-out a progressé deux fois plus vite que celle de leurs homologues cotés. L'étude montre également que les LBO secondaires affichent une croissance presque aussi forte que celle observée dans les LBO primaires.

Par Olivier Bénureau

32

La troisième édition de l'étude E&Y portant sur les 100 plus importants débouclages de LBO en Europe, Etats-Unis et Asie montre que le valeur des entreprises sous LBO cédées l'année dernière a progressé plus vite pendant leur période de détention que celle des sociétés cotées équivalentes : respectivement 24 % par an en moyenne, contre 12 %.

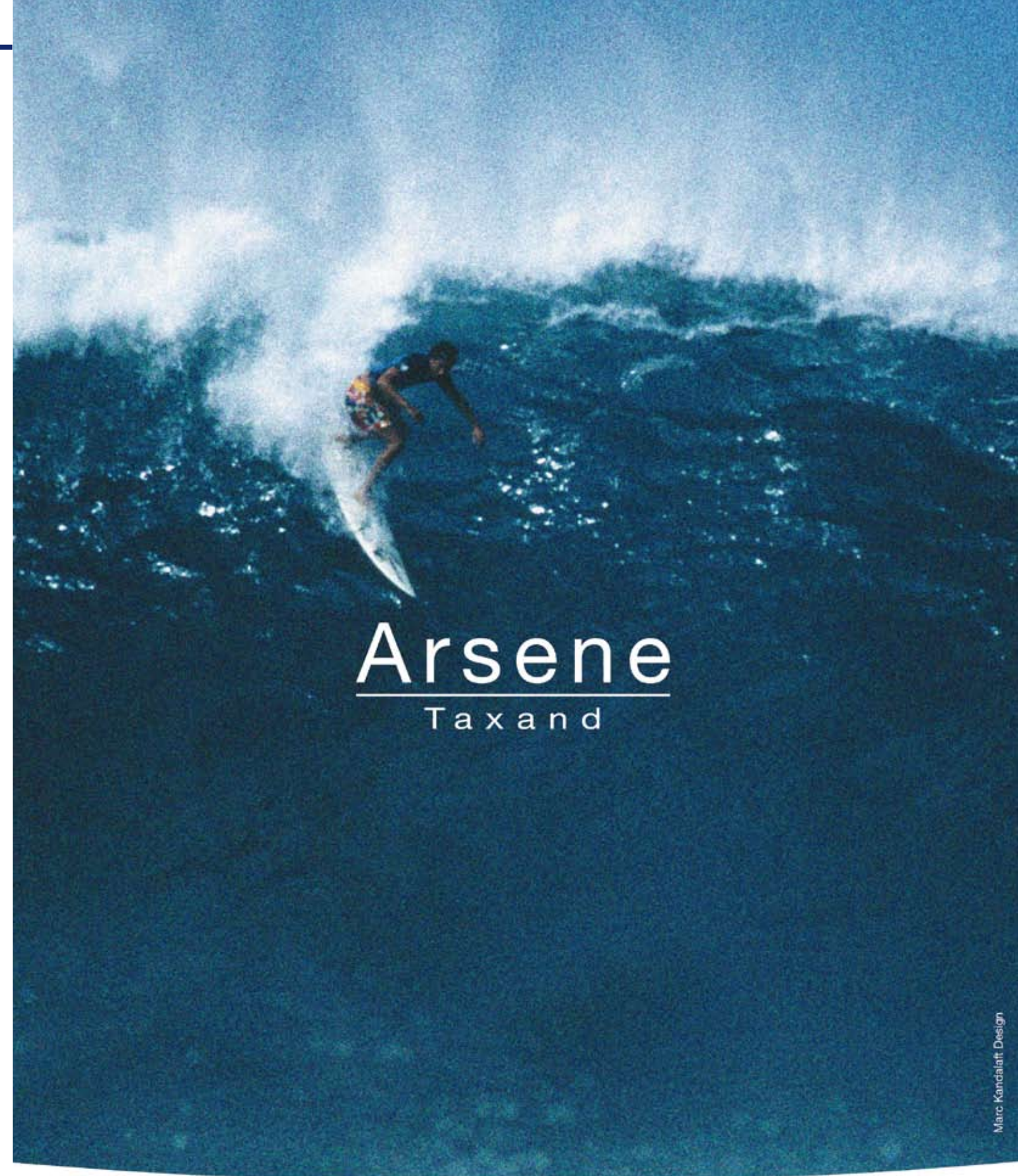
Certains secteurs se sont avérés plus performants. Il en est ainsi des technologies et des télécoms qui affichent une croissance de 30 % de leur valeur d'entreprise par an (contre 10 % pour les sociétés cotées) et les produits industriels (+ 27 %, contre 12 %). En revanche, les désinvestissements dans les biens de consommation sont très proches des valeurs d'entreprises cotées. Dans le détail, on remarque également que les sorties comprises entre 0,5 et 1 Md€ se distinguent particulièrement par leurs excellents résultats. La progression de la valeur d'entreprise atteint 30 % contre 24 % pour les cessions de moins de 500 M€ et 21% pour celles supérieures à

1 Md€. En matière de performance pure, les buy-out primaires sont en tête avec une hausse de 32 % de leur VE par an mais contrairement aux idées reçues les LBO secondaires sont presque aussi performants (27 % de croissance par an). Enfin, les sorties de cote (PtoP) sont en moyenne moins performants mais affichent quand même 17 % de croissance. Au final, la création de valeur dépend pour une bonne partie du multiple d'entrée des fonds. L'étude montre que 82% des entreprises interrogées ont été identifiées par les fonds en amont grâce à trois points clés :

le réseau du capital investissement, une veille sur le secteur et une analyse approfondie de la cible par leurs conseils. La valeur se crée à l'achat.

Un autre des facteurs de succès du capital investissement réside dans sa stratégie d'intéressement des dirigeants, qui crée une forte implication des managers, désormais étroitement associés à l'avenir de l'entreprise.

Enfin, le dernier facteur clé de succès se cache dans la rapidité en cas de changement du management en place, plus cette transition se fait rapidement après l'achat de l'entreprise, meilleures sont les chances de succès. Pour l'avenir, les auteurs se veulent optimistes. «Le volume des transactions réalisées par le capital investissement va probablement diminuer en 2008 et dans les années à venir. Cependant, les fonds d'investissement vont continuer à créer de la valeur dans les entreprises de leur portefeuille car la force de leur business model réside dans la connaissance des marchés, la capacité de s'adapter au changement, le repositionnement stratégique dans des secteurs plus attractifs et la mise en place d'une gouvernance efficace.», assure Stéphane Roubi, Associé Ernst & Young Transaction Advisory Services. ■



Un autre regard sur la fiscalité des transactions

Denis Andres - Frédéric Donnedieu de Vabres - Antoine Glaize - François Lugand
Alain Recoules - Roland Schneider - Michel Taly - Olivier Vergnolle.

Tél. 01 70 38 88 00 — www.arsene-taxand.com — www.taxand.com



Arsene, membre fondateur
du réseau international
de fiscalistes Taxand

Crédits syndiqués : la guerre des mondes n'a pas eu lieu



Par Michel Quéré et Pierre François, Dewey Leboeuf

“Les banques reprennent la main”, “Les standards de marché vont devoir être refondus!”... Combien de formules incantatoires ont été prononcées depuis les premiers soubresauts du marché de la dette ?

Un an après les premières turbulences du marché du crédit, la révolution annoncée des relations banques-entreprises ne semble cependant pas avoir eu lieu. Il est pourtant certain que les prêteurs portent une attention renforcée à l'analyse au cas par cas de la situation des emprunteurs et que la syndication des opérations requiert un effort accru de la part des arrangeurs. Dans ces conditions, les emprunteurs ont, eux aussi, adapté leurs comportements et leurs demandes.



UN EMPRUNTEUR BIEN DANS SES BASKETS

Dans un environnement caractérisé par une disponibilité de crédit surabondante, la concurrence et la bonne tenue des marchés incitaient les prêteurs à accéder aux demandes toujours plus pressantes de souplesse et de réduction des contraintes pesant sur les emprunteurs au terme de la documentation de financement.

C'est ainsi qu'on avait pu constater ces dernières années un recours quasi systématique à la notion (pour le moins flexible) d'effet significatif défavorable sur la situation de l'emprunteur pour justifier l'éventuelle sanction du non respect d'un engagement de faire ou de ne pas faire souscrit par l'emprunteur. Corrélativement, tout événement susceptible de constituer un cas de défaut du crédit ne pouvait être invoqué par les prêteurs qu'à la condition que cet événement ait, sur l'emprunteur, un effet significatif défavorable.

Cette référence laissait aux prêteurs

la charge de faire la preuve, souvent malaisée, hors le cas de dépôt de bilan de l'emprunteur, d'un défaut sur la situation globale de l'emprunteur. Ainsi, la protection accordée aux prêteurs peut sembler faible car en dehors de tout critère objectif de détermination du non respect d'un engagement, l'exigence d'un événement significativement défavorable comme critère de non respect d'un engagement aboutit à autoriser les prêteurs à mettre en œuvre leurs droits à un moment où la situation de l'emprunteur pourra déjà être irrémédiablement compromise.

Dans le contexte actuel, les prêteurs ont pu refuser l'application de cette notion pour lui préférer le retour à une définition plus objective de seuils de matérialité chiffrés, dénommés «baskets» par la pratique.

D'un point de vue opérationnel, pour être efficace, la détermination de ces baskets (notamment dans les clauses de limitation de cession d'actifs, d'octroi de sûretés et d'opération de croissance externe) doit être adaptée

à la situation de l'emprunteur et requiert ainsi de la part des arrangeurs et des banques du pool des discussions plus approfondies avec l'emprunteur sur sa situation, son activité et ses besoins qui allongent les délais de structuration des opérations de crédit syndiqué.

En première analyse, on doit se féliciter d'une plus grande attention portée à la situation de l'emprunteur et de son activité dans la structuration des opérations contribuant à l'élaboration d'une documentation de financement plus précise et mieux adaptée aux besoins de l'emprunteur et à la protection des intérêts des prêteurs.

Toutefois, il ne faut pas oublier que certains baskets, en ligne avec l'activité de l'emprunteur à une certaine date, pourront se révéler inadaptés ultérieurement, sans que pour autant la situation de l'emprunteur se soit dégradée.

En pratique, il est probable qu'au cours de la vie du crédit, les

emprunteurs seront amenés à solliciter des waivers auprès des banques du syndicat afin de revoir ces baskets au regard de l'évolution de leur situation et des marchés. Certaines opérations récentes ont pu montrer que, même en l'absence de difficultés de l'emprunteur, l'obtention de waivers dits «techniques» (acquisition envisagée d'un montant supérieur à un seuil pré-agréé par exemple) ne constituait pas une simple formalité.

Un équilibre doit donc être recherché afin d'encadrer au plus près les engagements de l'emprunteur sans l'enfermer dans un carcan qui le conduirait à devoir trop souvent solliciter l'accord de ses banques dans la conduite de son exploitation.

DES CRÉDITS EN CLUB DEAL

Le marché récent est caractérisé par

le montage en club deal d'opérations de crédits syndiqués, même de tailles modestes. Il n'est ainsi plus rare de rencontrer deux, voire trois arrangeurs pour un crédit de l'ordre de 100.000.000 euros.

Cette évolution alourdit de manière assez sensible les processus d'élaboration des term sheets (dont le contenu reste encore très détaillé, bien que les banques aient dans une certaine mesure repris l'initiative de leur rédaction) et de la documentation de financement définitive.

En effet, bien qu'en pratique une seule banque soit mandatée en qualité d'agent de la documentation, on assiste à un renforcement très net de l'influence des commentaires des autres arrangeurs sur la documentation qui n'est adressée à l'emprunteur et aux banques du pool qu'une fois un accord trouvé entre tous les arrangeurs.

Un phénomène identique se produit lors de l'envoi de la documentation aux banques ayant manifesté le désir de participer au financement.

Contrairement aux expériences du passé où la documentation agréée par l'arrangeur et l'emprunteur était adressée aux banques du pool dans sa forme quasi-définitive, les agents de la documentation sont aujourd'hui conduits à laisser aux banques du pool davantage de temps pour effectuer leur propre revue de la documentation et le marché de la syndication impose de prendre en considération l'ensemble de leurs commentaires.

En pratique, la documentation de financement n'est donc plus le reflet de l'accord des banques «a minima» sur les points essentiels du crédit mais est au contraire bâtie sur la recherche du plus petit dénominateur commun entre les demandes de chacune d'entre elles.

MAC attaque !

La clause MAC concerne en général tout événement ou changement qui affecte de manière significative la situation financière ou l'activité d'une entreprise. La mise en œuvre de la MAC permet à l'acquéreur ou à ses financiers de se dédire de leurs engagements d'acquiescer ou de financer et de renoncer à une opération entre la date de signature du contrat et sa réalisation, sans pénalité. Dans un contexte économique dégradé, le recours à cette clause risque d'être plus fréquent, comme l'a récemment rappelé l'opération Clear Channel aux Etats-Unis.

La plupart du temps, les clauses MAC renvoient à des éléments subjectifs comme une «détérioration significative», mais qu'est-ce qu'une détérioration significative ? Doit-on apprécier une situation donnée au regard de la seule entreprise concernée ou par comparaison avec un secteur d'activité ?

La MAC constitue une source non négligeable de risque de non réalisation pour les vendeurs, qui exigent souvent des pénalités de sortie en cas de rupture abusive, comme pour les acquiesceurs (notamment financiers) qui courent le risque d'un retrait des prêteurs au moment du closing. Si la mise en œuvre de la clause est jugée injustifiée, se pose la question de la sanction : dommages-intérêts ou exécution forcée. Aux Etats-Unis, la mise en jeu de MAC a donné lieu à un important contentieux, qui dans un certain nombre de cas s'est résolu par une modification par les parties de l'accord initial : prix d'achat et quotité financée en baisse, taux d'intérêts augmenté, ou par un accord des parties sur la renonciation à l'opération et le versement éventuel d'une indemnité.

Aujourd'hui encore plus qu'hier, les clauses MAC doivent être négociées avec soin pour réduire les risques d'une MAC attaque ...

AVEZ-VOUS UN MANDAT MONSIEUR L'AGENT ?

Cette prise en compte des observations de chaque banque du pool n'est pas exclusivement liée aux conditions de syndication plus difficiles.

Elle procède également d'une volonté des banques mandatées comme agent (agent de la documentation, agent du crédit ou agent des sûretés) de limiter le risque de mise en cause de leur responsabilité en cas de défaillance de l'emprunteur dans l'exécution de ses obligations.

En effet, dans un contexte dégradé, les risques de contentieux entre prêteurs augmentent et l'agent du crédit, au centre des relations prêteurs/emprunteurs, sera soucieux de réduire les risques encourus dans l'exercice de sa mission.

C'est ainsi que l'on assiste à une implication renforcée des middle offices dans l'examen des clauses relatives aux missions de l'agent. Une attention accrue est portée à toute clause qui, de manière directe ou induite, fait peser sur l'agent un devoir d'information des banques ou a fortiori une obligation de traitement de l'information reçue de l'emprunteur. Autant de clauses dites «standard» qui, par le passé, n'attiraient pas autant de commentaires des banques.

LE RETOUR DES FLEX

Compte tenu des conditions actuelles du marché, les arrangeurs entendent également gérer le plus librement possible la politique de syndication sans devoir d'information de l'emprunteur ou en limitant au maximum celle-ci, une fois la politique de syndication prédéfinie d'un commun accord.

Ainsi, les clauses de market flex / structure flex ont fait leur grand retour dans les discussions avec les emprunteurs, au point qu'elles apparaissent parfois comme des clauses non négociables. On peut noter en particulier que les arrangeurs sont réticents à entrer dans toute

discussion qui pourrait conduire à ce que la mise en œuvre de telles clauses soit conditionnée par la preuve par l'arrangeur que la syndication n'est pas possible sans augmentation de la marge ou que l'augmentation de la marge est la condition nécessaire d'une syndication réussie.

Ensuite, quoique les emprunteurs aient toujours à cœur de contrôler les transferts de leur dette, les arrangeurs ne concèdent à l'emprunteur tout au plus qu'un droit de consultation pour certains transferts de participation : il semble désormais également difficile aux emprunteurs d'interdire le transfert de participations à certains acteurs opérant sur le marché du financement, comme des hedge funds.

UN CRÉDIT POUR TOUT ...

Les difficultés du marché ont incité certains emprunteurs à réunir dans le cadre d'une documentation de financement unique l'ensemble de leurs interlocuteurs bancaires pour la mise en place de crédits syndiqués et de crédits bilatéraux.

De fait, la mutualisation des sûretés mises en place dans le cadre de ces opérations constitue un élément de confort pour les banques bilatérales. L'emprunteur trouve un avantage certain à associer ses banques bilatérales au syndicat bancaire et à regrouper l'ensemble de ses financements bancaires sous un seul contrat cadre. Il reste par ailleurs libre de déterminer au cas par cas avec chaque banque bilatérale les conditions particulières (notamment financières) des crédits bilatéraux.

Élément de simplification pour l'emprunteur dans le traitement de l'ensemble de ses relations bancaires, la réunion de lignes de crédit syndiquées et de lignes de crédits bilatéraux nécessite cependant une adaptation des standards de marché principalement conçus pour la mise en place de crédits syndiqués.

Un crédit pour tout

Réunir lignes bilatérales et lignes syndiquées dans un même crédit est séduisant mais n'est pas sans difficultés. Bien que leurs conditions soient fixées à chaque tirage, les lignes bilatérales sont encadrées par des limites générales (notamment de montant) et sont par ailleurs garanties par les mêmes sûretés que les lignes syndiquées. Dans ces conditions, quel rôle attribuer à l'agent dans la gestion de ces lignes bilatérales ?

A priori, l'agent ne devrait assumer aucune responsabilité dans la gestion des lignes bilatérales, laissant à chaque prêteur concerné le soin de vérifier le respect par l'emprunteur des engagements généraux pris au titre de ces lignes. Toutefois, seul l'agent est à même de centraliser l'information nécessaire à s'assurer que les encours des lignes bilatérales restent dans les limites stipulées du crédit, dans la mesure où les prêteurs au titre des lignes syndiquées et des lignes bilatérales viennent en concours sur les mêmes sûretés. De ce point de vue, le rôle que doit remplir l'agent dans la gestion des lignes bilatérales reste à définir. C'est donc là un point nouveau des discussions dont les parties financières ne peuvent pas faire l'économie.

Rachat de dette : l'exemple US

Aux Etats-Unis, le modèle de contrat de crédits préparé sous l'égide de la Loan Syndication and Trading Association prévoit que les prêteurs ne peuvent transférer leur droits ou obligations ni à l'emprunteur, ni à ses filiales ou aux sociétés affiliées à l'emprunteur. Ainsi, toute cession à l'emprunteur ou à une entité contrôlant l'emprunteur est, en principe, interdite. Cependant, la négociation peut aboutir à un assouplissement de cette clause et permettre le rachat partiel (le plus souvent dans une limite inférieure au tiers de la dette) des dettes de l'emprunteur par une société contrôlant l'emprunteur, sous condition de la privation des droits de vote correspondants.

UN RISQUE NOUVEAU : LA DÉFAILLANCE D'UN PRÊTEUR

Les crédits syndiqués reposent sur un principe de non solidarité entre les prêteurs. En cas de défaillance de l'un d'entre eux, les autres ne sont pas tenus d'honorer ses engagements. Le risque de défaillance d'un prêteur pèse donc sur le seul emprunteur.

Ce risque n'étant plus perçu comme un événement purement théorique, les emprunteurs ont souhaité se prémunir contre la défaillance d'un prêteur.

Ainsi, certains emprunteurs ont sollicité l'introduction d'une clause permettant l'ouverture de négociations avec les banques pour trouver un remplaçant au prêteur défaillant. Si une banque de remplacement est trouvée, il est demandé au prêteur défaillant de s'engager, à l'avance, à céder sa participation et ses engagements à son remplaçant.

Ces clauses de non-funding lender sont susceptibles, selon leur rédaction, d'accroître les engagements des banques et doivent être abordées avec prudence. En effet, la nature des engagements pris par les prêteurs peut aller de l'obligation de résultat de reprendre la participation du prêteur défaillant ou de lui substituer un nouveau prêteur, en passant par l'obligation de faire des «efforts raisonnables» ou «ses meilleurs efforts» aux mêmes fins, jusqu'à la simple acceptation d'ouvrir des discussions avec l'emprunteur pour examiner ce qu'il serait possible de faire, sans autre engagement.

La question se pose également de savoir si la recherche de nouveaux participants doit être effectuée par l'emprunteur ou par les banques et, dans cette dernière hypothèse, de déterminer dans quelles conditions.

Une autre solution consisterait pour l'emprunteur à pouvoir remplacer les engagements du prêteur défaillant par la mise en place d'une ligne de crédit complémentaire qui bénéficierait contractuellement des mêmes

conditions que le crédit existant.

Le prêteur défaillant serait alors «sorti» et remplacé par un nouveau prêteur, mais sans que le concours du prêteur défaillant ne soit requis en vue d'un quelconque transfert de ses droits et obligations.

Dans ce cadre, les prêteurs n'auraient collectivement aucune obligation de discussion avec l'emprunteur, seulement l'obligation d'accueillir dans le syndicat un nouveau prêteur à des conditions prédéterminées.

UNE OPPORTUNITÉ DE MARCHÉ : LE RACHAT DE DETTE

Dans un contexte de dettes fortement décotées, les fonds d'investissement et, en particulier, les fonds de private equity ont vu une opportunité dans le rachat à bon prix de leur propre dette et notamment de leur dette mezzanine. A titre d'exemples, TDC, l'opérateur télécom danois, et PAI en ce qui concerne Lafarge Roofing, ont racheté une partie de la dette mise en place à l'occasion d'opérations d'acquisitions à effet de levier.

L'intérêt économique d'une telle opération est indéniable. Elle permet à l'emprunteur d'utiliser sa trésorerie disponible pour réduire un coût de crédit élevé (les tranches rachetées étant le plus souvent les tranches subordonnées les mieux rémunérées) et réduire son niveau global d'endettement.

Ces opérations ont toutefois donné lieu à débats.

Les obstacles au rachat de sa dette par l'emprunteur peuvent provenir en premier lieu de la rédaction des clauses de cession ou de l'application de la réglementation bancaire.

Le rachat de sa propre dette par un emprunteur pose aussi la question de l'égalité de traitement de l'ensemble

de ses prêteurs. En principe, tout remboursement anticipé d'un crédit doit se faire au nominal (hors pénalités), au prorata entre les prêteurs et dans un ordre prédéterminé entre les différentes tranches, selon leur rang de subordination.

On peut donc se demander si le rachat par l'emprunteur à une valeur inférieure au nominal, à un seul créancier, de surcroît subordonné, ne constitue pas une triple violation des termes des contrats de financement.

Enfin, dans l'hypothèse où le rachat de la dette n'entraîne pas son extinction, il convient de traiter la question des droits de vote de l'emprunteur devenu son propre créancier dans le cadre des décisions soumises au vote des prêteurs.

A cet égard, la Loan Market Association vient de revoir ses recommandations.

Elle considère que la décision d'autoriser ou non le rachat de sa dette par l'emprunteur ou un affilié relève de la négociation commerciale.

Elle indique que si cette opération est autorisée, elle doit être conduite d'une manière qui préserve le principe de l'égalité de traitement des créanciers.

Quoi qu'il en soit, dans le marché et aux conditions de crédit actuels, le rachat de sa dette par l'emprunteur, directement ou indirectement, par le recours à une cession de créance ou la mise en place de dérivés de crédit, constitue une réalité et il est peu probable que cette tendance s'inverse à court terme. ■

Transaction Services : les équipes les plus actives au cours du 1^{er} semestre 2008

Référencement par ordre alphabétique

Nom	Nbr	Valeur Mil€	Opérations marquantes
Accuracy	22	2 623	Cession d'Yves St Laurent Beauté à l'Oréal, Cegelec
Conseil Audit & Synthèse	9	860	Maisons du Monde, Gault & Frémont, Pom'Alliance
Constantin	NC	NC	Martek Power, Sotralu, Lever de Rideau
Deloitte	NC	NC	Maisons du Monde, Cession d'Editis à Grupo Planeta, Vente de SPE par GDF, Prise de participation de Renault dans Avto Vaz
Ernst & Young	171	58 559	Pernod Ricard/Vin & Sprit, Cegelec, Maisons du Monde, Converteam, But
Grant Thornton	19	1 204	Bois & Chiffons, Yacht de Paris
KPMG	136	34 200	Numericable/Completel Europe, Gérard Darel, Averys, Etanco
Mazars	30	4 500	Pom'Alliance, acquisition de Satis Loh par Essilor
PwC	NC	NC	HSBC/Banque Populaire, But, Club Med Gym, Hublot

Source : 

Le “smid-cap” tire le marché du Transaction Services



T. Dartus
Grant Thornton



F. Duponchel
Accuracy



J-F Nadaud
Conseil Audit & Synthèse

Face à la baisse des volumes, la clientèle “smid-cap” constitue une cible prioritaire pour les professionnels du conseil à la transaction. Mais c’est bien à travers l’élargissement de la gamme des services que passe la croissance du métier.

Par Xavier Leloup

« J’avoue ne pas du tout ressentir les effets de la crise » déclare tout de go Frédéric Duponchel, managing partner d’Accuracy, lorsqu’on lui parle de la détérioration du marché des transactions. “Notre chiffre d’affaires est au contraire en croissance annuelle de 50% sur le premier semestre 2008 alors que nos effectifs ont doublé pour atteindre désormais 70 personnes à Paris. Ces bons résultats sont la récompense de la stratégie de départ du cabinet, qui consiste à ne jamais travailler pour plus d’un client par opération. Ce positionnement nous a permis d’éviter la multiplication des équipes dédiées aux LBO lorsque le marché était à son meilleur, réduisant d’autant notre exposition à la quasi disparition des LBO large cap aujourd’hui. Le maître mot chez nous est au contraire la polyvalence”. Fondé il y a quatre ans, le cabinet spécialisé dans le conseil financier indépendant constitue en fait l’une des success stories du secteur du Transaction Services, à l’image d’Aforge Finance au sein de la banque d’affaires. Malgré la baisse globale du volume du marché du M&A, le début d’année d’Accuracy a ainsi été marqué par de beaux dossiers corporate comme la cession d’Yves

Saint Laurent par PPR à L’Oréal pour 1,15 Mds€, mais aussi l’acquisition de Cegelec par le fonds Qatari Diar, pour lesquels le cabinet a effectué les *due diligence*. “L’indépendance de nos équipes, qui ne cumulaient pas plusieurs missions dans ce contexte, a constitué un atout pour avoir le dossier”, précise Frédéric Duponchel. Pas question pour autant de se lancer dans une politique de croissance tous azimuts. Certes, le cabinet projette une installation en Allemagne après l’ouverture récente d’un troisième bureau étranger à Milan mais, comme l’explique son MP, “l’installation de nouvelles équipes correspond souvent aux projets de développement que nous proposent des individus qui auront su nous séduire. En ce sens, notre croissance est avant tout dépendante des hommes qui la construisent. Le cabinet est en fait marqué par un très fort esprit maison, d’où la faiblesse de notre turn over et les 400 candidatures reçues depuis le début de l’année”. Accuracy n’a d’ailleurs pas l’intention de diversifier outre mesure. “Nous tenons à demeurer des experts du conseil financier d’entreprise en délivrant un maximum de valeur ajoutée à nos clients, quitte à fournir certains

services annexes comme l’assistance à la négociation mais sans s’aventurer dans des domaines plus éloignés de notre métier de base tels que le *Post Merger Integration*. A contrario, la *Purchase Price Allocation* fait partie de nos spécialités car elle implique un travail très pointu d’évaluation de l’impact du prix d’acquisition sur les comptes de l’acheteur”. Heureusement pour le marché, la situation de cet acteur indépendant du conseil financier n’est pas isolée. Grant Thornton se satisfait également de son premier semestre grâce à un volant d’affaires en grande partie alimenté par les PME, axe de développement prioritaire du cabinet depuis déjà plusieurs années et que la conjoncture actuelle tend à conforter. “Nous n’avons guère à nous plaindre d’un début d’année 2008 marquée par des transactions “smid cap” dont le volume a doublé sur un an”, explique ainsi Thierry Dartus, associé responsable de l’équipe TS. “Ce niveau d’activité est par ailleurs amplifié par les synergies importantes des 11 lignes de service du métier Finance Conseil orienté sur le développement, la transmission des entreprises et l’amélioration des performances. Il nous arrive d’ailleurs

Deloitte et Constantin : un mariage basé sur l'indépendance



Sami Rahal
Deloitte

Annoncé à l'été 2007, le rapprochement de Deloitte et Constantin Associés marquait non seulement la consolidation du marché de l'audit et de l'expertise comptable, mais également du Transaction Services. Un an après, il était temps de faire le point.



Jean Paul Séguret
Constantin Associés

Il y a maintenant un an, Deloitte Finance et Constantin Associés annonçaient leur rapprochement. Souvent présenté sous l'angle de l'audit, ce mariage comprend néanmoins une forte composante "Transaction Services", la nouvelle entité ayant vocation à réunir 160 spécialistes.

"Notre équipe travaille actuellement de façon indépendante de celle de Constantin Associés, animée par Jean Paul Séguret," commente Sami Rahal, responsable du département Transaction Services chez Deloitte Finance. "La période actuelle est consacrée à un échange de bonnes pratiques destiné à préparer une phase de plus grande proximité opérationnelle à compter de 2010. Nos deux départements s'avèrent très complémentaires, avec d'un côté les dossiers

PE et corporate grands comptes ou cross border apportés par Deloitte et la clientèle small et mid cap que traite actuellement Constantin". Jean Paul Séguret, Président du Directoire de Constantin Associés et animateur historique du pôle TS, ajoute quant à lui que "notre rapprochement est pour le moment basé sur un principe d'autonomie qui permet aux deux équipes de travailler de manière indépendante. Nos interventions respectives concernent des segments de clientèle différents, ce qui nous préserve des conflits d'intérêts. Je dois préciser que nous avons été bien accueillis par le groupe Deloitte qui a su accepter nos spécificités, d'où la quasi-absence de départs au sein de mon département de 40 personnes depuis l'annonce de cette alliance. Celle-ci va nous permettre de bénéficier à la fois d'un réseau international et d'un support technique précieux à une époque où les équipes de due diligence doivent être en mesure d'offrir une vaste gamme de services pour mieux accompagner leurs clients dans la durée."

Le département animé par Sami Rahal n'a en tout cas pas attendu l'échéance annoncée pour se développer. Outre l'installation d'une équipe à Lyon, celui-ci s'est doté d'une cellule de 5 personnes dévolues au travail de Post Merger Integration, en s'inspirant de son modèle londonien. La nouvelle entité devrait travailler avant tout pour le compte d'une clientèle corporate et traitera non seulement des sujets d'intégration post acquisition, mais également des problématiques de carve out - un type de missions particulièrement intéressantes à l'heure où de nombreuses entreprises, bancaires ou autres, cherchent à se délester d'actifs non stratégiques afin d'assainir leurs bilans.

En l'espace de quelques années seulement, le département Transaction Services de Deloitte aura donc radicalement changé de visage, avec successivement l'arrivée de Sami Rahal et de ses équipes en provenance d'Ernst & Young, le renfort de 12 personnes du cabinet BDO et enfin l'alliance avec les 40 consultants de Constantin Associés.

De quoi sérieusement concurrencer les poids lourds du marché alors que ceux-ci continuent leur politique de croissance externe en région. ■

d'être sollicité plusieurs fois sur un même dossier. L'objectif est d'accroître notre développement en région en nous appuyant sur notre maillage actuel de 23 bureaux afin d'accompagner les fonds d'investissement actifs sur l'ensemble du territoire français, comme par exemple Siparex ou IPO. L'idée est d'implanter des équipes TS de manière permanente dans quelques grandes villes comme Lille ou Nantes afin que celles-ci puissent collaborer avec nos équipes parisiennes de manière modulable. Les transmissions de PME constituent en effet des dossiers complexes qui imposent à la fois une prise de connaissance et d'analyse rapide de la cible et ses facteurs clés de création de valeurs, un comportement adapté à la personnalité de son dirigeant et un grand respect de la confidentialité - en d'autres termes, une approche sur mesure réalisée par une équipe spécialisée".

Viser les marchés haut de gamme et "smid cap": telles semblent être les recettes du succès dans un marché marqué par une importante baisse du volume.

Les professionnels reconnaissent néanmoins un certain durcissement de leurs conditions d'intervention. Thierry Dartus explique ainsi que "le marché demeure excessivement imprévisible. Les clients ne nous demandent plus un panorama complet des flux financiers à l'intérieur de la société cible mais orientent dès le départ nos analyses vers des aspects bien particuliers, comme la qualité de l'EBITDA ou de la dette. Côté acheteur, il faut désormais être capable d'apporter un vrai regard critique sur la VDD et ce dans des délais très courts, en ayant un accès limité au management et à ses conseils. Nos missions nécessitent de plus en plus de professionnels expérimentés pour traiter ces sujets." "On assiste à un certain retour des opérations de gré à gré qui donnent lieu à des analyses plus approfondies, car s'étalant sur des durées plus longues. Compte tenu de l'accès limité aux managers et du travail à distance induits par la plupart des missions à l'achat, nos équipes sont souvent constituées de professionnels titulaires d'un niveau élevé de

séniorité". "Nous sommes clairement sollicités de manière croissante par des fonds de retournement qui s'intéressent soit à des actifs sous pression, comme par exemple dans les secteurs de la promotion immobilière, de la distribution ou des matériaux de construction, soit à des entreprises en réelle difficulté, c'est-à-dire éprouvant des besoins de trésorerie courte nécessitant une injection de fonds propres", explique par ailleurs le conseil.

Jean-François Nadaud, associé chez Conseil Audit & Synthèse, résume ainsi l'évolution de son métier: "En tant que professionnels du TS, notre rôle consiste traditionnellement à alerter nos clients sur les forces et les faiblesses des sociétés, à l'achat comme à la vente. Nous avons le sentiment que nos travaux servent davantage à la décision d'investissement proprement dite qu'à celle de financement, comme c'était souvent le cas ces dernières années. Les VDD avaient alors tendance à être davantage orientées vers les banques afin que celles-ci puissent s'en servir dans le

cadre de leur travail de syndication. Ce type d'opération s'étant raréfié, du moins à l'échelle internationale, le travail d'analyse traditionnel redevient la norme et ce d'autant plus que les fonds d'investissement ont vocation à investir davantage en equity afin de permettre à leurs acquisitions de se réaliser. Par ailleurs, on constate depuis quelque temps que nos missions vont au-delà des travaux liés à la décision d'investissement pour déboucher, à la demande des actionnaires, sur des missions liées à l'optimisation de la trésorerie ou des reportings alors que les sociétés concernées ne sont pas nécessairement en situation de crise". Pour Jean Paul Séguret, Président du Directoire de Constantin Associés, "de nombreux deals achoppent aujourd'hui lorsque l'acheteur s'aperçoit que les résultats de la société ne sont pas à la hauteur des annonces qui lui ont été faites dans la présentation initiale. On aboutit ainsi à des Business Plan décotés, ce qui fait obstacle à la formation d'un accord sur le prix. En tant qu'acteurs du Transaction Services,

notre attention se concentre sur deux aspects: les "atterrissages" à l'issue de l'exercice en cours et la cohérence des flux (trésorerie, marges, coûts) sur la durée du Business Plan, qui varie généralement entre trois et cinq ans. L'environnement économique actuel n'a cependant guère modifié l'approche traditionnelle de mes équipes, nos travaux s'étant toujours concentrés sur la détermination des résultats récurrents et, de manière plus globale, la solidité des fondamentaux". Reste donc une vraie question: comment les spécialistes du Transaction Services comptent-ils s'adapter aux effets d'une mutation du marché dont la déflagration continue de se faire sentir?

"La situation actuelle devrait à mon sens clarifier le marché, avec une prime aux acteurs spécialistes de la transaction. On assiste depuis environ un an à un fort maintien des opérations lancées par les corporate ainsi qu'à un essor des prises de participation majoritaire de fonds d'investissement dans les sociétés cotées. Nous intervenons sur

ce type de missions de la même façon que pour des transactions privées, à la différence près que notre travail s'appuie sur des données pour partie publiques et fait l'objet d'un strict encadrement par l'AMF", décrypte encore le professionnel.

Toujours est-il que les acteurs cherchent de plus en plus à diversifier leurs offres à travers de services comme le Post Merger Integration, l'audit stratégique, le consulting ou le support financier afin de stimuler leur croissance, comme le rapprochement de Constantin avec Deloitte, qui vient de créer son équipe de Post Merger Integration, semble l'attester. De nombreux professionnels confient ainsi que, si les missions de VDD offrent une meilleure rémunération immédiate, ce sont bien les due deals à l'achat qui permettent de fidéliser le nouveau propriétaire et, partant, de lui vendre d'autres prestations touchant au conseil. ■

Fiscalité transactionnelle : les équipes les plus actives du 1er semestre 2008

Classement en volume

	Nom	Nbr	Valeur Mil€
1	Ernst & Young sté d'avocats	43	16 678
2	Mayer Brown	17	8 344
3	Debevoise & Plimpton	16	9 324
4	Bredin Prat	14	3 511
5	Arsene Taxand	9	1 309
6	Clifford Chance	8	6 275
7	CMS F. Lefebvre	8	5 310
8	SJ Berwin	7	2 829
9	Linklaters	7	2 441
10	Orrick Rambaud Martel	7	2 208



Lionel Nentille
Ernst & Young Société
d'Avocats

Classement en valeur

	Nom	Nbre	Valeur Mil€
1	Ernst & Young sté d'avocats	43	16 678
2	Debevoise & Plimpton	16	9 324
3	Mayer Brown	17	8 344
4	Clifford Chance	8	6 275
5	CMS. F. Lefebvre	8	5 310
6	Bredin Prat	14	3 511
7	SJ Berwin	7	2 829
8	Linklaters	7	2 441
9	Orrick Rambaud Martel	7	2 208
10	Arsene Taxand	9	1 309



Pierre-Pascal Bruneau
Debevoise & Plimpton

Source :



La fiscalité au firmament du LBO

Impossible aujourd'hui d'exister sur le marché du LBO sans compter parmi ses rangs une solide équipe de fiscalistes. Le cabinet Mayer Brown l'a bien compris, qui réunit une équipe de 15 professionnels. Laurent Borey, l'associé qui vient de parachever la structuration fiscale du LBO de Converteam, nous éclaire sur les grands enjeux de la matière.

Quelle est la spécificité de la fiscalité du LBO ?

“Il est aujourd'hui fondamental d'optimiser fiscalement la dette alors que les banques réduisent les multiples de financement et regardent avec une attention croissante les cash flows réalisées par les cibles. Ces contraintes fortes incitent au contraire à redoubler d'imagination afin d'obtenir une optimisation de la dette à 100%”, explique tout de go le professionnel, avant de préciser que “les opérations de LBO peuvent se présenter comme des deals nationaux d'un point de vue financier mais il en va en fait tout autrement d'un point de vue fiscal. Centraliser la dette au seul niveau de la société d'acquisition française fait en effet courir le risque que la charge de celle-ci excède trop largement les résultats de la société d'exploitation. C'est pourquoi un aspect essentiel de notre travail consiste à répartir la dette sur l'ensemble des pays dans lesquels la société réalise son chiffre d'affaires, si besoin à travers la création de NewCo locales”.

Fiscalité M&A versus fiscalité LBO ?

“La marge de manœuvre est bien plus grande dans une opération de M&A industriel car deux patrimoines sont impliqués : celui de l'acquéreur et celui de la cible. Dans une opération de LBO en revanche, le financement de l'acquisition a pour seule garantie la société cible. Les banques auront donc tendance à prévoir une multitude de



dispositifs assis sur ce seul patrimoine afin de se couvrir contre des risques qu'elles évaluent comme plus importants”. Laurent Borey s'empresse donc de préciser que “contrairement à une idée reçue, l'optimisation fiscale d'une opération de LBO n'est pas anormalement sophistiquée. La dette n'y est utilisée qu'une seule fois. Des schémas beaucoup plus agressifs ont pu être imaginés à l'occasion d'opérations réalisées par des Corporates, qu'il s'agisse d'opérations de croissance externe ou non”.

La fiscalité des LBO est-elle susceptible d'évoluer ?

Comme le traitement médiatique du deal Converteam l'a bien montré, le montant parfois très important de la plus-value réalisée par les managers fait débat. Pour Laurent Borey, “la question du traitement fiscal des frais de transaction est réglée. Quant à celle de la charge de l'intérêt, il est à mon sens illusoire de vouloir faire une distinction entre opérations de LBO et opérations de M&A industriel. La vraie question porte sur le traitement fiscal de l'endettement

dans les opérations d'acquisitions, que celles-ci soient effectuées par des grands corporates ou des fonds d'investissement. Le troisième point essentiel du débat fiscal autour des LBO tient au régime des plus values réalisées par certaines équipes de managers des cibles et d'associés de fonds, lequel fait pourtant l'objet d'un dialogue permanent entre administration fiscale et les conseils de ces équipes. Un consensus a pu ainsi se dégager”.

Où se situe aujourd'hui la valeur ajoutée des fiscalistes ?

Si les due diligence demeurent la spécialité des équipes oeuvrant au sein des branches juridiques des Big Four, rien de tel pour le travail de structuration fiscale. Les cabinets d'avocats traditionnels l'ont bien compris et se sont pour la plupart équipés en conséquence. Laurent Borey est lui-même issu d'un Big Four et ne manque pas de mettre en avant la capacité de son équipe à utiliser les données financières qui lui sont fournies par ses clients. “Selon moi, la force d'une équipe fiscale réside dans sa capacité à modéliser l'impôt sur toute la durée du business plan de la société cible. Il s'agit donc d'aller au-delà du simple commentaire pour au contraire intégrer les données financières de son client dans une recommandation chiffrée et directement exploitable par lui dans le cadre de son offre.” ■

Avocats M&A : les plus actifs en valeur au 1^{er} semestre 2008

	Nom	Nbr	Valeur M€
1	Clifford Chance	16	12 020
2	Darrois Villey	10	11 846
3	Gide Loyrette Nouel	14	11 833
4	Linklaters	15	8 595
5	Debevoise & Plimpton	13	8 315
6	Mayer Brown	22	7 934
7	Davis Polk	6	6 600
8	Dechert	6	5 692
9	CMS F. Levbre	15	5 299
10	Cleary Gottlieb	8	5 158
11	Shearman & Sterling	5	4 607
12	Freshfields	10	4 336
13	Bredin Prat	14	4 100
14	JeantetAssociés	14	3 746
15	Wilinski Scotto	2	3 700
16	SJ Berwin	17	3 248
17	Willkie Farr & Gallagher	12	2 429
18	Franklin	1	2 275
19	Orrick Rambaud Martel	11	2 088
20	Baker & McKenzie	10	1 947
21	Lefèvre Pelletier	10	1 853
22	White & Case	10	1 667
23	Skadden Arps	4	1 586
24	Weil Gotshal	7	1 433
25	Hogan & Hartson	4	1 391

Source : **Affaires** 



Marcus Billam
Clifford Chance



Hervé Pisani
Darrois Villey



Didier Martin
Gide Loyrette Nouel

Le durcissement du marché teste la capacité d'adaptation des avocats corporate



C-E Prieur et J-J Uettwiller
UGGC



J-P Martel, G. Rigo et V. Roualet
Orrick Rambaud Martel



A. Nardone
Delsol & Associés

Cabinet de transactions ou cabinet de clients ? Alors que le marché national et international du M&A se tarit, la question du positionnement semble plus que jamais essentielle.

Par Xavier Leloup

Lorsque son marché décline, mieux vaut-il augmenter le volume de ses ventes ou, au contraire, maintenir coûte que coûte leur rentabilité ? Voilà une question fondamentale à laquelle toute industrie est un jour confrontée, qu'il s'agisse d'un géant de la distribution comme Carrefour avec la baisse de la consommation, ou bien un cabinet d'avocats spécialisé dans le M&A. Acquisition d'Absolut par Pernod Ricard (5,9 Mds€), rachat d'une partie du réseau d'HSBC France par le Groupe Banque Populaire (2,1 Mds€), vente d'Yves Saint Laurent Beauté à L'Oréal (1,15 Mds€), intégration de Geodis par la SNCF (1,1 Mds€) ou encore cession d'Editis à Planeta (1,1 Mds €) : le premier semestre 2008 n'a en effet été animé que par quelques opérations "industrielles" de taille conséquente, sans commune mesure avec ce que nous avaient réservé les crues 2007 et 2006.

Jean-Pierre Martel, associé d'Orrick Rambaud Martel et sans doute l'un des avocats M&A les plus expérimentés du marché, se montre pourtant plus

optimiste aujourd'hui qu'à l'orée du printemps. "Nous avons la chance de travailler pour des clients à la fois actifs et financés. La période actuelle confirme en fait le bien fondé de la stratégie du cabinet, qui consiste à répondre en toutes circonstances aux besoins de ses clients quelle que soit la nature de leurs opérations. Nous sommes donc des avocats polyvalents inscrits dans une stratégie de long terme, capables de conseiller des opérations de marché de taille significative comme des transactions privées de mid-market". La recrudescence des opérations de PIPE - montée de PAI dans le capital d'Atos Origin, prise de participation à hauteur de 30% dans Accor par Colony de concert avec Eurazeo, investissement complémentaire de Wendel dans Saint Gobain, entre autres - n'est d'ailleurs pas passé inaperçue pour ce spécialiste historique du monde boursier : "L'entrée ou la montée au capital de sociétés cotées implique pour les fonds d'investissement un important travail d'identification des cibles, qui doit s'opérer dans la plus totale confidentialité afin d'éviter une

montée intempestive du cours. Ce type d'opérations n'est d'ailleurs pas sans conséquence sur les modes de gouvernance des sociétés et se traduit parfois par un bouleversement des structures habituelles de direction, comme par exemple passer d'un Directoire et Conseil de Surveillance à un Conseil d'Administration. Autant dire qu'il s'agit pour les avocats de dossiers passionnants. Il existe par ailleurs une grande diversité d'approches entre fonds d'investissement puisque certains ont pour objectif de siéger au sein des organes de direction alors que d'autres, bien au contraire, tiennent à conserver leur liberté d'action et leur capacité d'influence sans subir les contraintes découlant d'une responsabilité dans un organe de gestion."

Cette dernière approche semble en tout cas avoir été celle d'Axa Private Equity qui vient d'annoncer son entrée à hauteur de 10,5% au capital de Carbone Lorraine dans le cadre d'une opération amicale, la société spécialisée dans les systèmes et matériaux avancés s'engageant à soutenir la nomination d'un représentant d'AXA PE au sein du

Avocats M&A : les plus actifs en volume au 1^{er} semestre 2008

	Nom	Nbr	Valeur M€
1	Lamartine Conseil	27	127
2	Mayer Brown	22	7 934
3	Bignon Lebray	19	300
4	Sj Berwin	17	3 248
5	UGGC	17	359
6	Clifford Chance	16	12 020
7	Linklaters	15	8 595
8	CMS F. Lefebvre	15	5 299
9	Gide Loyrette Nouel	14	11 833
10	Bredin Prat	14	4 100
11	JeantetAssociés	14	3 746
12	Debevoise & Plimpton	13	8 315
13	Willkie Farr & Gallagher	12	2 429
14	Orrick Rambaud Martel	11	2 008
15	Latham & Watkins	11	1 344
16	Reinhart Marville Torre	11	374
17	Jones Day	11	254
18	Norton Rose	11	165
19	Darros Villey	10	11 846
20	Freshfields	10	4 336
21	Baker & McKenzie	10	1 947
22	Lefèvre Pelletier	10	1 853
23	White & Case	10	1 667
24	Lovells	10	1 052
25	Taylor Wessing	9	1 332

Source :



L'équipe de Lamartine Conseil

Xavier Jaspar
Mayer BrownJacques Goyet et Matthieu Lochardet
Bignon Lebray

Conseil d'Administration d'ici la fin de l'année, voire d'un deuxième en cas de franchissement du seuil de 15%.

De taille moyenne, cette opération illustre bien la tendance actuelle du marché à se recentrer autour du mid, voire du small market. Un certain nombre de conseils juridiques ont su en profiter, parmi lesquels le cabinet français UGC & Associés. Selon les associés Jean-Jacques Uettwiller et Charles-Emmanuel Prieur, "le cabinet a maintenu son volume d'activité à un niveau élevé grâce aux opérations de croissance externe qu'a continué de mener notre clientèle industrielle, composée de certains leaders mondiaux comme Colas dans le BTP ou Bongrain dans les produits laitiers, et dont les marges de manœuvre financières n'ont été que peu affectées par la crise financière. Mais nous intervenons également de manière régulière pour le compte de fonds ou de managers. Le LBO secondaire de Ciclad sur Cari, qui a permis l'ouverture du capital de la société à 250 salariés et aux employés par l'intermédiaire d'un FCPR, en est un très bon exemple. Economiquement intelligente et socialement acceptable, la formule d'intéressement adoptée par les parties a contribué à la réussite d'une opération dans un contexte plutôt difficile pour les LBO. Il était par ailleurs particulièrement important de savoir fidéliser le management dans le secteur du BTP où le marché du recrutement, particulièrement tendu, constitue un véritable enjeu."

Même son de cloche chez Delsol & Associés, qui avec 9 opérations bouclées au 1^{er} semestre, réitère sa performance de 2007. Selon son associé Amaury Nardone, "l'année 2008 constitue pour le moment un bon cru pour le cabinet et aura notamment été marquée par des transactions internationales, plusieurs LBO mid cap et une belle acquisition industrielle pour le compte d'Electrabel dans le domaine de l'éolien. Les énergies nouvelles font actuellement l'objet d'un engouement très fort pour des raisons à la fois économiques et réglementaires, ce

dont l'équipe M&A, qui a constitué un practice group autour d'Emmanuel Kaepelin, Of counsel, compte bien profiter grâce au savoir faire développé sur ce type de dossiers. Urbanisme, réglementation environnementale, droit public : les audits juridiques ont ici des caractéristiques fortes qui nécessitent de l'expérience. Nous sommes par ailleurs optimistes pour la rentrée puisque trois lettres d'intention ont d'ores et déjà été signées au moment où s'ouvre la trêve estivale. Les fonds ont levé des sommes importantes au cours de ces dernières années et conservent de l'appétit pour les actifs de qualité".

Comme le relèvent les professionnels, les négociations se sont toutefois durcies au cours des derniers mois. "De nombreuses transactions achoppent aujourd'hui dans la dernière ligne droite des négociations lorsque les parties s'aperçoivent qu'elles n'ont pas en tête le même point d'équilibre quant au niveau du prix", explique ainsi Charles-Emmanuel Prieur. "Aussi assiste-t-on à une montée des tensions, voire parfois à des contentieux, portant sur l'interprétation des conclusions de l'audit d'acquisition ou des conditions suspensives du SPA. C'est assez logique dans un marché du M&A qui ne s'est pas encore totalement rééquilibré, les vendeurs ayant en tête les niveaux de valorisation des années antérieures alors que les acheteurs surestiment parfois leurs capacités d'endettement". L'endettement, justement, a largement pesé sur le volume des opérations de LBO. Le 1^{er} semestre aurait d'ailleurs été morose sans la conclusion du LBO secondaire sur Converteam repris pour 1,9 Mds € (dette incluse) par LBO France et le management, auprès desquels Barclays PE a réinvesti (cf. page 24). Jusque là, le marché avait été surtout animé par une multitude d'opérations small cap et quelques très beaux dossiers mid-cap, comme le spin-off de But à Colony Capital, Goldman Sachs et Merchant EP pour 550 M€ ou les LBO primaires dont ont fait l'objet Maisons du Monde

(435 M€ dont 300 M€ de dette) ou Etanco (250 M€).

Dans un tel contexte, certains professionnels vont au-delà du pur conseil corporate et s'intéressent également à la structuration financière des opérations. "L'optimisation du financement peut être une réelle source d'économie de coûts d'acquisition pour les grands corporate", expliquent George Rigo et Véronique Roualet, associés d'Orrick Rambaud Martel. "Main dans la main avec les fiscalistes, notre travail consiste donc dans certains cas à complexifier l'opération afin d'en optimiser la charge financière, quitte à devoir créer de nouvelles structures juridiques. L'autre difficulté des financements corporate tient à ce que les entreprises négocient souvent de manière décentralisée une grande variété de contrats, sans nécessairement s'assurer de la cohérence des termes et conditions régissant chacun d'entre eux. Il s'agira donc pour nous d'éviter les cas de défauts croisés susceptibles de dégrader la situation financière de l'entreprise et, au contraire, de veiller à ce que les standards de financement les plus avantageux pour notre client deviennent les conditions de référence pour l'ensemble de ses engagements bancaires".

Dans le sillage de l'émission de 700 M€ d'obligations pour le compte de General Electric Capital ou encore des 3 émissions obligataires lancées par Auchan pour 800 M€, Véronique Roualet note d'ailleurs que les opérations de titrisation comme les opérations de financement de grande envergure ont certes ralenti, mais ne se sont jamais réellement arrêtées. "Les opérations de titrisation ne sont pas mortes mais dépendent de la qualité du sous-jacent et des structures utilisées. Nous avons des opérations en cours sur différents sous-jacents (créances commerciales notamment) et d'autres opérations sont annoncées pour la fin de l'année", précise-t-elle.

De quoi garder espoir pour le second semestre ! ■

Classement en valeur

	Nom	Nbr	Valeur Mi€
26	Latham & Watkins	11	1 344
27	Taylor Wessing	9	1 332
28	Veil Jourde	9	1 233
29	Ashurst	7	1 179
30	Lovells	10	1 052
31	Field Fisher	6	450
32	Reinhart Marville Torre	6	450
33	Dewey Leboeuf	3	443
34	Allen & Overy	7	389
35	UGGC	17	359
36	Fried Frank Harris	1	350
37	Ayache Salama	7	318
38	Jones Day	11	254
39	Salans	6	245
40	De Pardieu Brocas	8	230
41	Denton Wilde Sapte	5	224
42	Norton Rose	11	165
43	Lamartine Conseil	27	127
44	Sarrau Thomas Courderc	9	110
45	Redlink	4	109
46	Delsol & Associés	9	97
47	Teynier Pic	2	95
48	Lamy Lexel	7	60
49	Gibson Dunn & Crutcher	2	40
50	Moisand Boutin	2	NC

Suite de la page 44

Classement en volume

	Nom	Nbr	Valeur Mi€
26	Veil Jourde	9	1 233
27	Sarrau Thomas Courderc	9	110
28	Delsol & Associés	9	97
29	Cleary Gottlieb	8	5 158
30	De Pardieu Brocas	8	230
31	Weil Gotshal	7	1 433
32	Ashurst	7	1 179
33	Allen & Overy	7	389
34	Ayache Salama	7	318
35	Lamy Lexel	7	60
36	Davis Polk	6	6 600
37	Dechert	6	5 692
38	Field Fisher	6	450
39	Salans	6	245
40	Shearman & Sterling	5	4 607
41	Denton Wilde Sapte	5	224
42	Skadden Arps	4	1 586
43	Hogan & Hartson	4	1 391
44	Redlink	4	109
45	Dewey Leboeuf	3	443
46	Willinski Scotto	2	3 700
47	Teynier Pic	2	95
48	Gibson Dunn & Crutcher	2	40
49	Moisand Boutin	2	NC
50	Franklin	1	2 275

Suite de la page 46

Source :



La Chambre de Commerce et d'Industrie Franco-irlandaise célébrera cette année son 25^{ème} anniversaire



En présence de l'Ambassadeur d'Irlande, quelques 230 chefs d'entreprises et personnalités du secteur public en France et en Irlande se réuniront le 3 octobre 2008 lors d'un dîner de Gala pour célébrer le développement remarquable des relations économiques qui existent entre les deux pays.

A cette occasion, la CCIFIRL remettra le 'Prix de l'entreprise de l'année' au lauréat choisi par le jury du Prix pour récompenser sa contribution au développement des échanges bilatéraux et des investissements entre les deux pays.

avec le soutien de :



Pour toute information :

Christine Liscouët / 01 53 43 12 33

chl@franceireland.com

www.franceireland.com



Avocats de la Concurrence : connaît pas la crise

Pour les spécialistes de l'Antitrust, la baisse du contrôle des concentrations est largement compensée par l'explosion du contentieux devant le Conseil de la Concurrence auquel donne lieu la procédure de clémence.

Par Xavier Leloup

Crise ou pas, les avocats spécialistes du droit de la concurrence ne courent guère le risque du chômage technique. Mieux même, cette première moitié de l'année 2008 semble être l'une des plus actives depuis plusieurs années. "A Paris, le chiffre d'affaires du département du droit de la concurrence a crû de près de 35% entre 2006 et 2007 et nous attendons encore une progression pour cette année", confie ainsi Mélanie Thill-Tayara, associé chez Salans. Dans le sillage de l'expansion de l'effectif des bureaux allemands (Berlin) et polonais (Varsovie), le cabinet vient d'ailleurs d'étoffer son équipe londonienne avec l'arrivée de Ian Rose, en provenance du cabinet McDermott Will & Emery. "Nous avons de gros dossiers devant l'Office of Fair Trading (OFT) et il était donc indispensable d'effectuer un recrutement significatif sur le marché anglais afin de répondre aux demandes grandissantes de nos clients dans cette juridiction", explique l'associé.

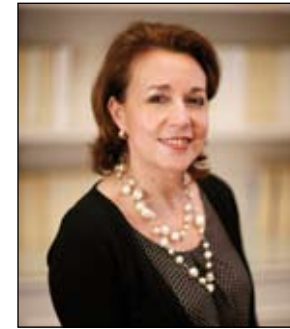
Un tel constat a pourtant de quoi surprendre à l'heure du ralentissement du marché des fusions-acquisitions. Celui-ci, à travers le système de notification obligatoire aux autorités de concurrence, alimente en effet depuis plusieurs années le courant d'affaires des équipes spécialisées : tout rapprochement de taille significative est en effet soumis au contrôle préalable de la Commission Européenne qui peut alors interdire l'opération ou, de manière plus habituelle, l'assortir de conditions de désinvestissement,

comme ce fut par exemple le cas pour Suez/GDF (cf. encadré p.52). Il serait donc logique de s'attendre à ce que la baisse du volume d'activité des équipes corporate entraîne avec elle celle des spécialistes de l'Antitrust. Loin s'en faut.

Les spécialistes de la matière ont en fait bénéficié de l'introduction d'une nouvelle procédure qui, en l'espace de quelques années, est parvenue à monter les entreprises les unes contre les autres : la clémence. Celle-ci permet à une entreprise participant à une pratique anticoncurrentielle d'obtenir l'immunité totale en échange de sa dénonciation. Et nombre d'acteurs profitent de cette nouvelle règle pour assainir leur situation ou, plus simplement, échapper à l'application d'un accord dont elles ne sont plus satisfaites pour des raisons parfois bien étrangères au droit de la concurrence. Olivier d'Ormesson, associé chez Linklaters, explique ainsi que "la clémence constitue une formidable accélérateur de procédures anticoncurrentielles dans la mesure où les entreprises ne se voient pas seulement promettre une simple réduction de leurs sanctions, mais l'assurance d'y échapper de manière totale. Il s'agit là d'une innovation majeure comparable, selon moi, à l'introduction du contrôle préalable obligatoire des concentrations. Notre équipe assure actuellement la défense de 3 sociétés du CAC 40 visées par ce type de procédures dans le cadre d'affaires de cartels devant le Conseil

de la Concurrence, ainsi que d'autres entreprises de taille comparable devant la Commission Européenne. Ce nouvel outil est donc très utile du point de vue de la défense de la libre concurrence mais peut cependant faire l'objet d'une forme d'instrumentalisation dans certains cas bien particuliers. Dans un passé récent, certaines joint-ventures ont ainsi été dénoncées afin de permettre à l'un de leurs membres d'en sortir pour des raisons en réalité purement industrielles, même si cela ne serait plus possible aujourd'hui".

"La clémence a radicalement changé la stratégie pré contentieuse des entreprises en les obligeant à se poser la question du traitement anticoncurrentiel qu'elles viendraient à identifier, en particulier lors des périodes post-acquisition", analysent de leur côté Michel Debroux et Emmanuel Tricot, associé et collaborateur senior chez Hogan & Hartson. "Simple arrêt des pratiques pour faire démarrer la prescription, préparation d'une demande de clémence 'presse-bouton' pour faire face à toute éventualité future, dénonciation immédiate : les options sont donc multiples et cette réflexion complexe sera souvent lourde de conséquences non seulement pour l'entreprise elle-même mais pour l'ensemble de ses partenaires, dans la mesure où la fin d'un cartel peut aller jusqu'à entraîner une diminution du niveau de profit de l'ordre de 30 à 40 % au sein d'une industrie toute entière. On note par ailleurs une vraie différence de culture entre industriels et fonds



Mélanie Thill-Tayara
Salans



Jaques-Philippe Gunther
Willkie Farr & Gallagher



Olivier d'Ormesson
Linklaters

d'investissement qui, bien souvent, préfèrent apurer immédiatement la situation concurrentielle de leurs participations afin de ne pas avoir à donner des garanties de passif lors de la revente".

Le fait que les pratiques incriminées sont souvent des cartels n'est d'ailleurs pas un hasard : il s'agit de l'objectif prioritaire affiché par Neelie Kroes au moment de sa prise de fonction à la Commission Européenne. Rien qu'en France, ce type de pratiques a représenté 80% des pratiques sanctionnées par le Conseil de la Concurrence au cours de l'année 2007. Les Autorités de Concurrence ont d'ailleurs la main de plus en plus lourde : le montant total des sanctions infligées par le Conseil de la Concurrence a atteint 221 millions d'euros au cours de l'année 2007, alors que les opérateurs de téléphonie mobile avaient été condamnés au paiement record de 534 M€ fin 2005. Aux yeux de nombreux professionnels, l'Autorité présidée par

Bruno Lasserre a ainsi voulu montrer qu'elle était capable de frapper aussi fort que la Commission Européenne. Or celle-ci, de son côté, ne lésine pas non plus. Outre l'exemple désormais célèbre de Microsoft, (condamnée à une amende de 899 M€ en 2008 pour ne pas avoir ouvert suffisamment rapidement ses logiciels), l'autorité bruxelloise vient de condamner E.On au paiement d'une amende de 38 M€ pour un simple bris de scellés constaté au cours d'une perquisition (ou dawn raid). Plusieurs amendes individuelles dépassant le milliard d'euros seraient d'ailleurs attendues pour la fin de l'année en matière de cartel.

Les autorités de la concurrence n'iraient-elles pas trop loin ? "Les autorités de concurrence ont indéniablement contribué à crédibiliser la matière à travers l'augmentation du niveau des amendes, mais il n'est à mon sens pas toujours pertinent de se baser sur le seul chiffre d'affaires pour calculer le niveau de la pénalité financière.

Dans certains cas, la marge brute ou le montant de la commission indue pourrait constituer une assiette plus pertinente pour déterminer la faculté contributive de l'entreprise. Le succès de la procédure de clémence a par ailleurs pour conséquence d'exposer de nombreuses entreprises à la menace permanente de la dénonciation, et ce pour une participation à des pratiques qu'elles sont parfois contraintes de subir", dénonce ainsi Mélanie Thill-Tayara.

Toujours est-il que les spécialistes de la matière n'ont guère de raison de s'en plaindre.

Les dossiers de M&A classiques sont pour partie remplacés par des accords qui, certes, ne rentrent pas dans la catégorie du contrôle des concentrations, mais soulèvent néanmoins des questions de droit de la concurrence fondamentales. "Crise oblige, de nombreux acteurs utilisent des formes de coopération alternatives à la fusion comme les Joint-Venture,

**221
Millions
d'Euros**

C'est le montant total des amendes infligées par le Conseil de la Concurrence Français au cours de l'année 2007

Il s'agit à 80% de pratiques d'ententes

Pour un simple bris de scellés, l'entreprise E.On s'est vu condamner par la Commission Européenne au paiement de 38 M€

A l'échelle communautaire, plusieurs amendes individuelles dépassant le milliard sont attendues d'ici la fin de l'année 2008 pour des participations à des pratiques de cartels

les partenariats stratégiques ou plus généralement les accords de coopération industrielle. Notre travail consiste alors à déminer les éventuelles questions de concurrence en orientant la structuration du partenariat et des accords vers le régime juridique le moins risqué pour l'entreprise. Cette phase d'étude initiale est d'autant plus importante que le régime de contrôle communautaire des ententes repose à présent sur l'auto-évaluation, par les entreprises elles-mêmes, de la compatibilité de leurs accords avec le droit de la concurrence", note Jacques-Philippe Gunther, associé chez Willkie Farr & Gallagher et conseil régulier de Gaz de France.

Mais ce système décentralisé, a priori plus souple pour les entreprises, a en réalité son revers : la Commission dispose de davantage de moyens pour concentrer ses effectifs sur les pratiques développées par quelques clubs

d'entreprises à travers le lancement d'enquêtes dites "sectorielles". Aux Etats-Unis, c'est à l'une d'entre elles qu'Air France/KLM doit sa condamnation au paiement de 350 M€ au Département de la Justice Américain pour ententes anticoncurrentielles dans le domaine du fret aérien. Autant dire que ce type de démarche est extrêmement redouté. "Notre équipe s'est positionnée sur les grandes enquêtes sectorielles du moment lancées par la Commission à l'encontre des entreprises de l'énergie, de la pharmacie, ou encore des services financiers", explique ainsi Jacques-Philippe Gunther. "Il s'agit d'un travail complexe et de très grande ampleur qui nécessite de savoir répondre dans des délais très courts aux questionnaires parfois quotidiens adressés par la Commission. Or certaines réponses fournies pendant cette phase peuvent déterminer le cours pris par l'enquête. Il faut bien comprendre que l'entreprise

est, déjà à ce stade, dans une situation pré contentieuse qu'il faut appréhender comme telle".

Et que dire, en France, du vote de la Loi de Modernisation de l'Economie ? Ce nouveau texte place la concurrence au cœur de la lutte en faveur du pouvoir d'achat des consommateurs et renforce les pouvoirs du Conseil de la Concurrence, qu'il transforme pour ce faire en "Autorité de la Concurrence". En autres innovations, l'Autorité sera désormais responsable de la conduite des enquêtes, que seule pouvait conduire jusqu'ici la DGCCRF (Ministère de l'Economie). Autant dire que la machine de répression des infractions concurrentielles apparaît aujourd'hui bien huilée et toute prête à frapper les entreprises.

Le besoin en assistance juridique n'en paraît que plus élevé. ■

La tension monte entre avocats et autorités d'enquête

Les spécialistes français du droit de la concurrence se sont pour la première fois regroupés au sein d'une association afin de peser sur les débats et répondre à l'excès de zèle dont aurait parfois fait preuve la Direction Générale de Répressions des Fraudes au cours des derniers mois.

En apparence, tout va bien. Outre la création d'une Autorité de la Concurrence aux compétences élargies et la fin du dualisme à la française, la Loi de Modernisation de l'Economie consacre le droit des avocats à assister leur client durant les procédures de perquisitions lancées inopinément par la DGCCRF – ou *dawn raids*.

Mais cette victoire législative est en réalité le produit de la détérioration récente des relations entre robes noires et autorités d'enquête, dont le zèle serait allé jusqu'à entraver le rôle d'assistance traditionnellement joué par les avocats lors des enquêtes sur place.

"Mon expérience personnelle de perquisitions au déroulé parfois houleux m'a conduit à contacter mes confrères afin de tirer la sonnette d'alarme", explique Mélanie Thill-Tayara, associée chez Salans. "C'est alors que nous avons collectivement pris conscience de certaines dérives de la DGCCRF lors de ce type de procédures, dont le point d'orgue fut la remise en cause de la présence de l'avocat par un responsable de l'administration, par voie de presse. Nous avons d'autant plus mal vécu cette atteinte que l'avocat constitue un garde-fou essentiel du respect de la procédure au bénéfice non seulement de l'entreprise mais également de l'administration elle-même, qui voit ainsi se réduire le risque d'annulation du déroulement de son enquête. D'où l'idée parmi d'autres de la création de l'Association des Avocats Praticant le Droit de la Concurrence (APDC), dont l'ambition était d'abord de peser sur les débats entourant le vote de la LME et,

à présent, de devenir un interlocuteur régulier des autorités publiques françaises et communautaires."

Présidée par Alain Georges (Latham & Watkins) et Philippe Guibert (De Pardieu Brocas), l'APDC se donne ainsi pour objectif de "permettre la réflexion et l'expression d'avocats qui partagent les mêmes valeurs fondamentales : respect des droits de la défense, garantie de l'oralité et de la transparence, cohérence du développement du droit".

Michel Debroux, membre du bureau de l'association, déplore ainsi "quelques innovations contestables" au sein de la LME, "telle la possibilité donnée aux enquêteurs de procéder à des saisies incidentes de pièces non visées par l'ordonnance, sous réserve d'une validation en cours de saisie. Cette disposition permet aux enquêteurs de partir à la pêche sans guère de limites, ce qui était d'ailleurs déjà le risque en cas de saisie de disques durs entiers. L'absence de garantie encadrant cette joyeuse partie de pêche est d'autant plus manifeste que si le texte reconnaît à l'occupant des lieux le droit d'être assisté d'un conseil, il dénie à ce dernier le droit de prendre connaissance des pièces avant leur saisie".

De manière plus fondamentale, le professionnel critique vivement le projet relatif aux prétendues "micro-pratiques" anti-concurrentielles, conférant au Ministre un pouvoir autonome d'injonction et/ou de transaction en matière de pratiques anti-concurrentielles locales (art. L.462-5-1). "Quelle est la logique d'un tel mécanisme, à l'heure où l'on rassemble

les fonctions d'enquête et d'instruction sous l'égide d'une Autorité unique ? Seul, semble-t-il, le souci de conserver un terrain où puissent s'exprimer les compétences de centaines d'agents de terrain des DDCCRF a guidé cette innovation. Au-delà de son incohérence de principe, ce sont les modalités de mise en oeuvre de ce mécanisme qui sont les plus critiquables. Au vu de leur définition, il est tout d'abord permis de douter du caractère mineur des dites pratiques. On rappellera ensuite que certaines pratiques locales ont pu par le passé donner lieu à des décisions originales, audacieuses et pédagogiques du Conseil de la concurrence. Enfin et surtout, ce pouvoir du Ministre n'est assorti d'aucune garantie sérieuse : quelle égalité des armes, quelle publicité, quel recours, quel droit des tiers ?"

On l'aura compris : les sujets de discussion ne manquent pas. ■ X.L



Michel Debroux
Hogan & Hartson

Fusion Suez/GDF : un bon exemple de l'ampleur des désinvestissements que peut imposer la Commission Européenne

Il n'est pas rare, voire fréquent, que la Commission Européenne n'accepte d'autoriser un rapprochement qu'au prix de cessions dont elle impose la réalisation dans un délai maximum de 6 mois, voire 9 mois si une demande spécifique de prorogation est faite. "Toute fusion de dimension européenne passe par une phase de négociation cruciale entre la Direction Concurrence de la Commission et le top management des sociétés concernées", précise ainsi Olivier d'Ormesson, associé chez Linklaters. "Celle-ci impacte directement le périmètre du rapprochement et implique parfois des désinvestissements significatifs, sources d'opportunités d'acquisition à la fois pour les concurrents mais aussi pour les fonds d'investissement".

Une telle situation n'est naturellement pas propice à une vente au meilleur prix et fait généralement le bonheur des certains acquéreurs comme Wendel, qui vient de revendre Editis à Planeta pour plus d'1 Mds€ après l'avoir racheté à Lagardère pour 660 M€ en 2004. Quelques jours après l'approbation par l'Assemblée Générale des actionnaires de sa fusion avec GDF, il est intéressant de mentionner les cessions d'actifs qu'a dû réaliser Suez pour obtenir l'approbation de la Commission :

- ▶ Vente par Suez de 57,25 % de Distrigaz à ENI pour **2,7 Milliards d'euros**
- ▶ Vente par GDF de 25,5 % détenu dans SPE (2^{ème} producteur d'électricité en Belgique) à EDF pour **515 Millions d'Euros**
- ▶ Cofathec (réseau de chaleur) vendu par GDF à A2A pour **44,6 Millions d'euros**

Le Conseil de la concurrence affine les contours de la possibilité d'engagements offerte aux entreprises



Par Omblin Ancelin, Counsel, Lovells LLP

Le communiqué de procédure du Conseil de la concurrence du 3 avril 2008 consacré à la procédure d'engagements constitue un guide pratique pour les entreprises et leurs conseils concernant la mise en œuvre de cette procédure relativement récente.

54 **C**onfirmant sa volonté de faire preuve de pédagogie dans ses relations avec les entreprises et les praticiens du droit de la concurrence, le Conseil de la concurrence a eu recours pour la deuxième fois à la publication d'un communiqué de procédure concernant la procédure d'engagements, après celui consacré à la procédure de clémence adopté en avril 2007. Le texte final, qui prend en compte les observations qui avaient été formulées lors de la publication du projet de communiqué, clarifie, à la lumière des 22 décisions d'engagements adoptées à ce jour, des questions essentielles relatives à cette procédure introduite en droit français par l'ordonnance du 4 novembre 2004 et codifiée depuis dans le Code de Commerce.

Objectifs

La procédure d'engagements vise à obtenir d'une entreprise qu'elle cesse ou modifie volontairement des comportements qui suscitent des «préoccupations de concurrence». Le Conseil y voit un double avantage : un traitement accéléré des affaires et des économies de ressources puisque ses rapporteurs n'ont pas à qualifier juridiquement et définitivement la pratique qui leur est soumise.

Champ d'application

Cette procédure n'est pas adaptée pour les infractions les plus graves tels que des cartels ou des abus de position

dominante ayant causé un dommage à l'économie puisque «l'atteinte à l'ordre public impose le prononcé de sanctions pécuniaires». Elle a, en revanche, particulièrement vocation à s'appliquer à certaines pratiques unilatérales ou verticales «dont l'effet serait de nature à restreindre le marché». Ceci explique que, jusqu'à présent, la procédure d'engagements ait été mise en œuvre dans des hypothèses où des restrictions verticales ou des abus de position dominante étaient suspectés dans les secteurs de la distribution sur internet, de la distribution de produits pharmaceutiques ou encore dans des secteurs nouvellement ouverts à la concurrence ou caractérisés par des monopoles historiques.

En indiquant privilégier la mise en œuvre de cette procédure notamment lorsque des questions nouvelles se présentent, le Conseil de la concurrence, bien qu'il s'en défende, se rapproche du rôle d'un régulateur ex ante des pratiques des opérateurs. Corrélativement, cela pourrait porter atteinte aux droits de la défense des entreprises concernées qui sont alors incapables de savoir si leurs pratiques nouvelles seraient, au bout du compte, qualifiées de pratiques anticoncurrentielles.

Procédure

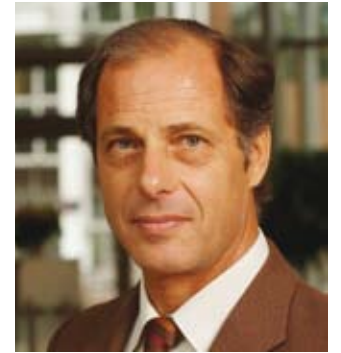
La procédure d'engagements ne peut être mise en œuvre qu'avant toute notification de griefs, contrairement à la procédure d'engagements qui existent

en droit communautaire et qui peut être mise en œuvre à tout moment. Ce point a été largement critiqué lors de la période de consultation. Toutefois, il est en cohérence avec l'existence de la procédure française de non contestation des griefs (donc nécessairement postérieure aux griefs) communément appelée «transaction» et avec laquelle la procédure d'engagements doit s'articuler.

A compter de la réception d'une évaluation préliminaire des pratiques en cause, l'entreprise dispose d'un délai minimum d'un mois pour formaliser des engagements de nature à remédier aux préoccupations de concurrence qui ont été identifiées. Ces propositions d'engagements seront alors testées auprès des tiers au moyen de leur publication pour commentaires sur le site internet du Conseil de la concurrence. Les engagements proposés puis acceptés sont rendus obligatoires par décision du Conseil, pour une période indéterminée ou limitée dans le temps. Cette décision clôt la procédure. Un contrôle du respect des engagements pourra être opéré au moyen d'une obligation pour l'entreprise concernée de rendre compte de l'exécution des engagements aux services d'instruction du Conseil. Le non respect des engagements sera alors passible d'une amende dans la limite de 10% du chiffre d'affaires mondial hors taxe de l'entreprise concernée. ■

Christian Mergier, Responsable d'Aon M&A Group

“ Aujourd'hui, tout ce qui peut aider à améliorer l'Ebitda est particulièrement apprécié. Nous agissons dans ce sens ”



O.B. : Le marché du LBO semble en pleine mutation. Quels changements observez-vous ?

Christian Mergier : Depuis l'apparition de la crise du Subprime, nous assistons de facto à une diminution sensible des deals et à la disparition des opérations LBO sur le large cap. Toutefois nous constatons que les fonds restent majoritairement optimistes sur le moyen terme soit fin 2009, courant 2010. Le marché français a une réelle profondeur d'entreprises sur le mid et small cap. L'objectif affiché par les fonds est de doubler dans les 4 à 5 ans à venir le nombre de leurs participations sur ces segments d'entreprises soit près de 20 000 entreprises. Il est clair que la concurrence sera rude, au moins dans un premier temps entre les fonds et avec les «corporate»; les fonds devront composer avec de nouvelles exigences des banques. A nous d'apporter la bonne réponse à leurs demandes en termes de sécurité des risques assurables. Nous y sommes préparés. Quant aux LBO sur le Large cap il est prématuré de se prononcer sur leur disparition. Les fonds d'une manière ou d'une autre devraient continuer à investir sur ce segment.

O.B. : Le marché du LBO semble en pleine mutation comment cela se traduit-il dans votre activité d'assureur ?

Christian Mergier : Tout d'abord je rappelle que le Groupe Aon n'est pas un assureur mais un courtier et un conseil dans le domaine de l'assurance et de plus en plus dans

celui de la gestion des risques. AMAG appartient à la branche «conseil». La situation actuelle est la suivante : Il y a plus d'investisseurs potentiels sur un même projet du fait d'un recentrage des fonds sur le segment mid cap. Du coup les fonds ont moins de chance d'aller jusqu'au bout du processus et donc ont tendance à limiter leurs frais de Due Diligence. Dans le même temps, les fonds ont besoin, je le répète, de répondre aux interrogations plus nombreuses et plus insistantes des banques et autres investisseurs qui les accompagnent. Face à cette situation nous avons adapté notre offre : Concentration sur les sujets à risque majeurs, établissement de rapports courts et synthétiques pour un coût réduit sensiblement mais aussi par la négociation et la mise en place de solutions d'assurances en protection des garanties de passif. Cette offre s'avère «payante» si l'on prend en compte notre part de Marché qui ne fait qu'augmenter au fil du temps et la satisfaction exprimée par nos clients. C'est ainsi qu'après 12 mois de diminution du nombre d'audits en rapport avec la crise, nous sommes depuis quelques mois à nouveau en forte croissance avec notamment des interventions sur 5 opérations supérieures à 500 M€. Et puis c'est le bon moment pour aider les fonds en vue d'une sortie future plus difficile que prévue avant la crise et les managers des participations à optimiser leur sécurité et leurs coûts. Nous sommes présents à travers : la cartographie des risques, les conseils de nos ingénieurs «prévention» et les améliorations tarifaires du budget d'assurance

O.B. : Est-ce que la grande incertitude dans la réalisation des opérations conduit les fonds à s'assurer davantage ?

Christian Mergier : Je ne le pense pas mais s'assurer mieux sûrement. Concrètement ceci se traduit par la recherche d'une protection adaptée prioritairement aux risques financièrement insupportables par les entreprises en participation, les risques de fréquence de faible intensité étant autogéré quitte à être protégés par l'assurance en cas de dérive non prévisible. Quant à la protection des fonds eux mêmes, il y a sur le Marché de l'assurance des produits adaptés à la spécificité des responsabilités qui sont les leurs. Ils en bénéficient pour la plus part.

O.B. : Dans quelle mesure votre présence à Londres est un atout pour votre activité en France ?

Londres, première place financière du «vieux continent» est «la tête de pont» d'AMAG pour l'Europe. On y forme les «nouveaux entrants», on y coordonne l'action commerciale sur les clients internationaux, on met à notre disposition des chefs de projets itinérants en cas de surcroît d'activité locale, on y conçoit les procédures et rapports qui nous permettent de délivrer une prestation homogène quelque soit le pays, enfin, on s'y rassemble pour échanger et décider de nos évolutions en termes de process et produits afin de continuer à rester en phase avec les besoins de nos clients. ■



Benoît Dutour
Directeur Juridique



Jacques Bodevin
Directeur Financier

Amenés à travailler ensemble au quotidien, Jacques Bodevin et Benoît Dutour, Directeurs Financier et Juridique de Nestlé France jettent un regard croisé sur l'évolution de leurs fonctions au sein de leur entreprise.

MDA : Quelle est la culture de la gouvernance chez Nestlé ?

Jacques Bodevin et Benoît Dutour : Par rapport à la taille d'une entreprise comme Nestlé, nos règles de gouvernance sont très souples et décentralisées, inspirées des principes du Groupe Nestlé. Pour l'essentiel, le comité de direction français décide seul pour la France, qui constitue par ailleurs l'un de nos marchés historiques. L'ensemble de la gamme de nos produits y est commercialisé et nous y réalisons un chiffre d'affaires de plus de 5 milliards d'euros. C'est d'ailleurs toute la force du business model de Nestlé que d'être capable de fabriquer et de distribuer des produits de nature très différente, adaptés aux attentes des consommateurs français.

J. B : J'ajouterai que la fonction principale du Directeur Financier touche à la gestion de la performance financière de l'entreprise, qu'il s'agisse du M&A, de la fiscalité, du développement stratégique ou de la gestion au quotidien. Chez Nestlé, la fonction financière se trouve au cœur de la gouvernance et revêt une dimension stratégique d'autant plus importante que les attentes du consommateur évoluent.

MDA : Quel type de relations entretiennent Directeurs Juridique et Financier et sur quels dossiers avez-vous récemment travaillé ?

J. B : La fonction juridique est au cœur de la défense des intérêts du Groupe. Le juridique est un élément important de la prise de décision, notamment en ce qui concerne la gestion et la protection des marques, historiquement très fortes au sein de l'entreprise. Notre portefeuille se compose ainsi d'une quinzaine de marques valant plus de 100 M€ chacune, contre 2 ou 3 pour certains de nos concurrents. La stratégie du groupe consiste donc à les renforcer à travers la mise au point régulière de nouveaux produits, comme récemment Nescafé Dolce Gusto, offrant à l'amateur de café tout le savoir-faire de Nescafé dans les préparations individuelles, ou encore Naturness, nouvelle gamme de produits pour enfants. C'est donc logiquement sur ce type de dossiers que Directions Financières et Juridiques sont amenées à collaborer.

B.D : Il est fondamental pour le Directeur Financier et le Directeur Juridique de savoir travailler ensemble dans ce type de situations.

MDA : Les opérations de croissance externe ne constituent-elles pas également des dossiers clefs pour vos deux fonctions ?

B.D : La stratégie de Nestlé axée sur le bien être, la nutrition et la santé, explique la plupart des acquisitions réalisées ces dernières années, en particulier auprès de Novartis. Notre portefeuille de participations est donc en évolution constante et représente annuellement plusieurs centaines de millions de Francs Suisses d'investissements. C'est cependant la direction générale qui est décisionnaire sur ce type de dossiers, nos fonctions financières et juridiques se limitant à la mise en œuvre. Concrètement, la reprise de la partie nutrition de Novartis a sollicité le juridique sur les aspects du droit de la concurrence. Au niveau local notre portefeuille évolue, le dernier mouvement en date étant la vente de nos sauces tomate. Le montage du dossier est un travail commun entre nos deux métiers.

MDA : Une étude récente menée par Deloitte Finance montre que "la fonction financière semble plus que jamais un tremplin pour accéder à la Direction Générale en France".



La France est le 1er marché européen et le 2ème marché mondial du Groupe Nestlé, avec près de 8 % du chiffre d'affaires en 2007 (5,1 Mds€). La Direction Financière y rassemble 160 collaborateurs contre 16 juristes pour la Direction Juridique.

Ce constat vous surprend-il ?

J.B : Pas du tout, car la fonction financière a considérablement évolué au cours des 10 dernières années. Alors que le rôle de la profession se limitait jadis à celui d'expert comptable, les responsabilités du Directeur Financier s'orientent de manière croissante vers le management et la stratégie. Il existe évidemment de fortes disparités entre entreprises mais il s'agit pour moi d'une vraie tendance.

B.D : L'époque où le Directeur Juridique était perçu comme le seul gestionnaire du contentieux est pour moi révolu. Celui-ci est aujourd'hui responsable de l'anticipation et de la gestion des risques, de la Compliance, avec une vraie capacité à manager les projets. Il me semble cependant moins naturel pour un Directeur Juridique de devenir chef de marché à part entière, comme c'est le cas pour les Directeurs Financiers.

MDA : De quelle manière les Directions Juridiques doivent-elles évoluer ?

J. B : Selon moi, la fonction juridique doit être capable de gagner en

anticipation, en comprenant les pratiques sur un horizon de cinq ans.

B.D : L'entreprise est avant tout un univers de chiffres et c'est par ce biais que les Directions communiquent entre elles. Le juriste doit donc être capable de travailler avec et sur le chiffre, en sachant par exemple négocier les annexes financières d'un contrat d'outsourcing. Quantifier le risque est un exercice difficile mais néanmoins indispensable. Pendant longtemps, une solution de facilité a consisté pour le Directeur Juridique à adopter de manière systématique une position d'extrême prudence, alors qu'il est en fait important que celui-ci se mette à la place de ses interlocuteurs afin de pouvoir formuler une solution directement exploitable par eux. C'est ainsi qu'arrive à se former une décision réellement collective, faite de concessions mutuelles, et dont chacun peut se sentir solidaire.

J. B : Le Directeur Juridique a pour responsabilité de minimiser le risque juridique mais c'est en dernier lieu au Directeur Financier et au Directeur Général d'accepter de le prendre, au vu des informations qui leur sont données.

MDA : Dans quelles situations la Direction Financière doit-elle obtenir l'aval de la Direction Juridique ?

B. D : Compte tenu de notre culture d'entreprise, basée sur la collégialité, il n'existe pas vraiment de hiérarchie formelle entre nous.

J. B : Je dirais qu'un domaine où le directeur Juridique est réellement incontournable touche aux matières sociales.

B. D : La gestion de crise constitue également un type de situation dans laquelle la Direction Juridique tient un rôle important. Il lui faut alors être capable d'identifier les conséquences d'un événement de manière très rapide, qu'il s'agisse de procédures de rappel de produits, de responsabilité vis-à-vis des fournisseurs ou de plaintes éventuelles de consommateurs. Dans la plupart des cas, l'apport du juriste ne correspond pas à une valeur ajoutée technique immédiate mais réside plutôt dans sa capacité à jouer un rôle de coordinateur et d'arbitre. Il s'agit, au fond, de savoir faire la synthèse d'une situation et de prendre les bonnes décisions. ■

Barton Winokur, managing partner de Dechert LLP

“ We are planning to expand the Paris office in our key strategic areas ”



Présent à Paris depuis 1995, Dechert a passé une étape décisive sur le marché français en intégrant la majeure partie des équipes de Coudert Frères au début de l'année 2005. Barton Winokur, son managing partner monde, fait le point pour nous sur l'impact de la crise financière sur le marché américain et les perspectives de son cabinet en Europe.

58

MDA : Do you feel like an entrepreneur ?

Barton Winokur : I would primarily define myself as a lawyer. I also really feel like an entrepreneur as our firm has taken many entrepreneurial risks in recent years : We took risks when opening an office in London through a big local merger, with 175 new fee earners ; we also took risks when accepting to take on liabilities associated primarily with Coudert's administrative personnel and strongly develop our Paris Office. But these risks were calculated.

MDA : Your English office is much bigger than the French one. What's your strategy in Europe ?

B. W : United Kingdom has the largest capital market in Europe and is a center for M&A activity throughout the Continent. It was therefore essential for us to be in London on a large scale .

In Paris, on the other hand, our strategy is to both serve our international clients and access French companies.

We are planning to expand the Paris office in our key strategic areas. But we are interested in the quality of our recruits rather than quantity.

MDA : To what extent did the credit crunch affect Dechert's business worldwide ?

B. W : The credit crunch had a significant affect on the Real Estate Finance business in the US and we have reassigned about 40 lawyers to other Practice Groups. In private equity, there has been a sharp reduction in deals over \$ 1 billion but smaller deals are continuing.

In 2007, Dechert had its best year ever. We did very well in the US, our European offices did even better. Demand on the continent looks pretty much the same for 2008.

MDA : Is the worldwide slow down going to affect your strategy ?

B.W : Our global strategy is not going to be affected by a temporary slow down. It is normal to deal with economic cycles. The focus of the firm

remains on cross border transactional deals, which are generally more complex and challenging.

The legal industry as a whole could be affected in short term by the economic downturn but clients continue to have increasingly more complex legal work. Our strategy is about positioning oneself in order to be able to satisfy the demand for complex work.

MDA : Can fees be affected by that ?

B.W : The level of fees is always affected by supply and demand. But the best lawyers will always be in demand to solve the most difficult problems.

Large international clients are very sophisticated when it comes to the cost of legal services. Despite that, the complexity of legal work has at least in recent years, lead to increases in fee levels. While a downturn will moderate or even interrupt that trend, I would expect that over a longer term fee levels will increase with a complexity of work. ■

PRENEZ UNE INFORMATION D'AVANCE



→ DIANE

→ AMADEUS

→ ORBIS

→ ZEPHYR

→ OSIRIS

→ MINT GLOBAL...



Un service modulaire adapté à vos besoins qui porte sur un fonds documentaire de plus de 35 millions d'entités.

Des outils d'informations au service de :

- La veille et le suivi de l'actualité M&A
- L'aide à la valorisation de cibles
- La réalisation d'analyses financières fondées sur des comparables
- La conduite d'études de marché
- La réalisation d'études fiscales (transfert pricing)

Des services reconnus pour :

- La fiabilité et l'harmonisation des données financières proposées
- La richesse des données extra-comptables offertes
- La flexibilité du logiciel d'indexation et de restitution des données

Pour plus d'informations, connectez-vous sur www.bvdep.com

OU contactez le **01 53 45 46 16**



BUREAU VAN DIJK
EDITIONS ELECTRONIQUES

**Market
intelligence
&
Strategic
analysis**

**Upside
screening
&
implementation**

**Integration
&
Separation
assistance**

**Accounting
advisory
&
Financial
structuring**

At KPMG we understand the importance of doing deals and we strive to ensure our firms' clients receive value from their transactions. That's why our Transaction Services practice is dedicated to identifying, evaluating and helping to deliver this value throughout the deal cycle.

KPMG's Transaction Services (TS) group is among the largest international transaction focused practice of its kind. Whether you need insight into your market or strategic options; help in integrating an acquisition or separation; support in modeling different deal scenarios; or assistance in identifying and realizing upsides on potential targets, KPMG's TS team of trusted transaction advisors can work with you to help deliver and enhance the value of your deals.

For further information please contact:

Yannick de Kerhor

Head of Transaction Services

KPMG in France

+33 1 55 68 70 47

ydekerhor@kpmg.com

www.kpmg.fr