

16
Janvier
2025



Chez Hogan Lovells, 17 Avenue Matignon, 75008 Paris

LES RENCONTRES D'EXPERTS **Spécial M&A**



M&A: UN VENT DE REPRISE

VENU DE L'OUEST

Les opérations de fusions et acquisitions pourraient connaître un regain d'activité dans les 18 mois à venir, soutenues par plusieurs facteurs macroéconomiques et sectoriels. La clarification des politiques monétaires et réglementaires, notamment aux États-Unis, devrait renforcer la confiance des dirigeants d'entreprises. L'administration américaine plus favorable aux affaires pourrait encourager davantage de transactions nationales et cross border. De plus, la baisse des taux d'intérêt et la stabilisation de l'inflation créent un environnement propice à l'augmentation des activités de M&A pour permettre de simplifier des portefeuilles d'entreprises. Huit professionnels aguerris nous livrent leur sentiment en ce début d'année 2025. Morceaux choisis.

MdA : Il y a un an on cumulait beaucoup d'incertitudes liées aux élections et aux conflits géopolitiques. Finalement comment s'est déroulée cette année en matière de fusions acquisitions ?

Antoine Bernabeu, KPMG : C'est assez contrasté. Le premier semestre était quand même plutôt bien orienté globalement. En revanche, le second semestre a été marqué par plusieurs difficultés, notamment avec la dissolution, ce qui a entraîné un réel ralentissement. Le marché, en particulier du côté du private equity, suscite encore de nombreuses interrogations. Il y a une différence à faire entre private equity et corporate. Les corporate sont plutôt bien orientés. En effet, il y a deux ans, on avait 60% de PE contre 40% corporate. Les choses se sont un peu équilibrées depuis. Je constate que les process se sont énormément allongés avec beaucoup de difficulté pour

sortir des dossiers, car les Current Trading n'étaient pas là. Certains dossiers ont même été mis en pause, faute d'atteinte des objectifs de performance attendus. On met en pause et on attend 2025 pour être sûr que les chiffres soient là. On espère que de nombreuses opportunités pourraient se débloquer en 2025.

Alban Neveux, Advention Business Partners : Nous avons vécu un peu la même chose, avec d'abord un ralentissement macroéconomique global, auquel s'est ensuite ajouté un ralentissement 'national' propre à la France, comme si cela ne suffisait pas ! En juillet, la dissolution a eu l'effet d'une bombe atomique. C'était très impressionnant. L'effet psychologique a été très important; Cela a eu l'effet immédiat qu'un deal sur deux a été mis en stand by parce que c'était comme un saut dans le vide. Les acteurs ne peuvent pas faire de deals dans

un environnement aussi incertain. Après, d'autres phénomènes ont aussi caractérisé cette période, comme la durée plus longue des process, des taux "d'abord" très élevés, on parle de 20 à 30%. Du jamais vu depuis très longtemps...

MdA : Erwan, chez PwC, vous avez la même lecture ? La durée de détention des actifs des fonds....13500 sociétés détenues par les fonds depuis plus de 4 ans ne plaide-t-elle pas pour une plus forte activité ?

Erwan Colder, PwC : On a vécu une tendance un peu différente sur le deuxième semestre, qui était plutôt positive. Pour nous, le ralentissement date de janvier 2023. A partir de là, on a vu l'activité se tasser un petit peu, avec moins de dynamisme. Depuis juin-juillet, étonnamment, dans le contexte qu'on connaît, on a eu une activité assez soutenue, et même en progression assez sensible

Antoine Bernabeu

➤ Antoine Bernabeu, est co-head Transaction Services de KPMG. Antoine a débuté sa carrière chez KPMG au sein du département Télécommunications, Médias et Technologies pendant plus de 4 ans avant de rejoindre, en 2008, le département Transaction Services. Il est spécialisé dans des missions SMID Cap, conseillant à la fois des Private Equity et des Corporate pour des opérations en France et à l'international. Il est désormais co-Head du département Transaction Services de KPMG depuis 2024.

➤ Antoine a réalisé plus de 1 000 due diligences d'acquisition, de cession ou de refinancement en France et à l'étranger dans des secteurs variés. Il a notamment une grande expérience en TMT (télécommunications, ESN, technologie, logiciels, médias), mais aussi en industrie, tourisme dont l'hôtellerie, biens de consommation, santé.



par rapport à l'année dernière. Cette dynamique dépend aussi de nos clients, de quelques process notamment avec des corporates. Nous avons eu l'opportunité d'être sur le jumbo deal Opella, sur lequel on est intervenu en Buy-Side. Après je partage ce que dit Alban, sur le taux d'échec qui est devenu assez important avec des process qui durent. Ce que l'on voit aussi beaucoup, ce sont des acteurs qui se préparent. Beaucoup de VDD se lancent aujourd'hui même si l'environnement n'est pas excellent, pour être prêt le moment venu. Les résultats de 2024 vont être un peu un juge de paix. Même s'ils ne seront pas vraiment une surprise car la plupart des entreprises ont déjà une idée précise des résultats 2024. Mon sentiment est qu'on a un peu de vent portant, parce que ça fait longtemps qu'il n'y a pas eu un volume d'activité aussi

important. Il y a quand même un certain nombre d'acteurs qui accumulent dans leur portefeuille

"Il y a une différence à faire entre le private equity et corporate. Les corporate sont plutôt bien orientés. Il y a deux ans, on avait 60% de PE contre 40% corporate. Les choses se sont un peu équilibrées depuis."

Antoine Bernabeu

des participations qu'ils ont depuis plus de quatre ans et cela pousse à les céder. Je suis donc plutôt positif en termes d'activité. Quand on regarde les cinq dernières années, je pense qu'il y a une adaptation

à la crise qui fait que nos clients se mettent en mouvement. Ça ne veut pas dire qu'ils réussissent nécessairement, mais ils se mettent en mouvement.

Alban Neveux, Advention BP : Il y a aussi la dimension géographique, avec les États-Unis très actifs parce que leur économie est en pleine croissance. La hausse du dollar a un effet incroyable. On les voit assez actifs, prêts à saisir toutes les opportunités, et nous voyons cela à travers plusieurs projets en provenance des États-Unis. Je pense qu'il va y avoir du vent dans les voiles venant des États-Unis. Et en plus, maintenant il faut ajouter l'effet Trump, qui agit comme un nouveau booster colossal.

MdA : Il y a eu un effet baisse des taux aux États-Unis également. N'est-ce-pas Benjamin ?



Erwan Colder

- Erwan est associé au sein de l'activité Transaction Services depuis 2008. Il possède plus de 25 ans d'expérience dans le M&A. Au cours de sa carrière, Il a travaillé pour à New-York au sein de l'équipe PwC Transaction Services et 3 ans à Dubaï où il avait la responsabilité de l'activité Transaction Services de PwC au Moyen Orient.
- Depuis 2018, Erwan dirige aujourd'hui l'équipe Transaction Services de PwC en France, qui est composée de 25 associés et de 230 collaborateurs basés à Paris et à Lyon.
- Erwan est spécialisé dans les missions de due diligence et de conseil dans le cadre de projets d'acquisition ou de cession complexe en France et à l'international. Erwan a dirigé un grand nombre de missions pour le compte de clients Private Equity ainsi que pour de grands comptes industriels. Erwan a travaillé récemment pour le compte des groupes Worldline, Bolloré et Atos.

Benjamin Marché, Squire Patton Boggs : Je ne peux que confirmer ce que dit Alban. Le responsable debt finance chez Squire PB est américain et nous expliquait que depuis la baisse des taux de la Fed, les téléphones se sont mis à sonner comme jamais. Le bureau US embauche massivement parce qu'il a trop de deals. Quand les taux baissent de 25 ou 50 points de base aux US, ça débloque tout ce qui pourrait encore bloquer. En Europe, l'effet est plus mesuré. Quand ils baissent de 25 points, cela améliore la faisabilité des deals et éventuellement la rapidité de l'exécution. Pour revenir sur les tendances 2024, je dirais que la baisse des taux a surtout eu un effet positif sur les beaux assets, les beaux deals. En 2024, on a surtout travaillé sur des build-ups plus que sur des LBOs primaires. La tendance en fin de S1 24 était très bonne

et la dissolution a sensiblement freiné cette dynamique. En fin

“Le taux d'échec est devenu assez important avec des process qui durent. Ce que l'on voit aussi beaucoup, ce sont des acteurs qui se préparent. Beaucoup de VDD se lancent aujourd'hui même si l'environnement n'est pas excellent, pour être prêt le moment venu.”

Erwan Colder

de S2, beaucoup plus de closing d'opérations sont intervenues et les transactions continuent sur un rythme soutenu en ce début de 2025.

Antoine Bernabeu, KPMG : Effectivement, il y a peu de sorties. Les fonds se concentrent davantage sur leur portefeuille à travers les opérations de build-up. Les sorties sont parfois remplacées par des continuation funds que l'on voit de plus en plus couramment. Cette approche permet de gagner du temps.

Alban Neveux, Advention BP : D'ailleurs, certains pensent que la reprise se fera surtout sentir en 2026, parce qu'en fait, beaucoup de fonds ont mis en place des programmes d'amélioration opérationnelle, des continuation funds ou ont procédé à des refinancements. Ils se sont ainsi donné du temps sur deux à trois ans afin d'apporter plus de valeur.

Benjamin Marché, SPB : Les LP vont jouer un rôle moteur dans





Alban Neveux

- Alban Neveux est Directeur Général du Groupe Advention Business Partners présent à l'international avec ses bureaux en propre à New York, Vancouver, Shanghai, Dubaï, Paris et Londres. Son expérience professionnelle comprend vingt années de conseil en stratégie à l'échelle internationale. Il intervient sur les stratégies de croissance, les programmes de création de valeur, les fusions et acquisitions, l'intégration post-acquisition, les changements organisationnels et les enjeux de retournement, à la fois pour de grands groupes internationaux ainsi que pour des entreprises de taille intermédiaire.
- Il conseille également de nombreux fonds d'investissement sur du large cap, du mid cap et du small cap. L'expérience sectorielle d'Alban comprend notamment la consommation, la distribution, les services aux entreprises, la santé, le digital, la technologie ainsi que l'industrie.

l'activité des fonds en 2025 et 2026. Il y a beaucoup de dry powder et les levées de fonds sont en autres plus compliquées pour ces raisons. Un investisseur aura tendance à ne pas s'engager auprès d'un nouveau fonds, s'il a déjà des fonds engagés, non déployés ou déployés mais non distribués.

Péter Harbula, SPIE : Cela dépend aussi de la nature du fonds. Ceux qui sont engagés sur un multiple des fonds d'investis, ils ont plus le temps d'aller chercher le rendement promis de 2 fois ou de 3 fois. Alors que ceux qui ont promis un TRI, ils ont plus de pression avec l'effet de la durée de détention qui est négativement corrélé au TRI (toute chose égale par ailleurs).

Alban Neveux, Advention : Oui et on voit aussi un effet de transfert vers les fonds d'infra notamment

qui ont des promesses un peu différentes. Ils se trouvent dans une

“Les grands groupes, notamment français, vont continuer un mouvement déjà amorcé il y a quelque temps, qui est de travailler de façon plus active leur portefeuille d'activités, à l'anglo-saxonne, c'est-à-dire d'acheter, de vendre, de faire des carve-out.”

Alban Neveux

situation incroyablement favorable, parce qu'à la fois, il y a des actifs colossaux à financer, et ils peuvent rentrer dans des poches d'actifs

que les autres ne peuvent plus trop servir aujourd'hui. Et donc, ils sont à la manœuvre sur des deals où on ne les voyait absolument pas avant.

Péter Harbula, SPIE : L'infra c'est beaucoup de secteurs désormais des cliniques à la santé... De manière générale, on observe que les fonds travaillent de portefeuille, mais en même temps, ils font des shadow process, c'est-à-dire qu'ils testent le marché et l'appétit de certains acquéreurs stratégiques. Ce ne sont pas des process, mais il y a quand même un VDD (parfois partiel), il y a quand même un info memorandum, on appelle 2-3 sociétés, on regarde ce que ça donne. Comme il n'y a pas de process formel et "officiel", l'actif n'est pas présent sur le marché, il ne sera pas "abîmé" par un échec.

MdA : Virginie, vous voulez réagir ?

Benjamin Marché

- Benjamin Marché est associé du cabinet Squire Patton Boggs. Il est en charge du département Banque-Finance. Fort d'une expérience riche, Benjamin intervient tant pour les prêteurs (senior ou mezzanine) que pour les emprunteurs. Il est spécialisé dans les financements d'acquisition à effet de levier (LBO) domestique et cross-border.
- Benjamin a également participé à de nombreuses restructurations financières.
- Enfin, Benjamin a pu conseiller de nombreuses entreprises sur les financements d'infrastructures domestiques ou internationales.



Virginie Lazes, Rothschild & Co : 2024 a été une année très active, mais active sur des process non classiques. Les "auctions" traditionnelles ont été beaucoup moins nombreuses, au profit de "shadow process" avec beaucoup de candidats, voire de situations que nous démarrons nous-mêmes, en allant trouver un acheteur et un vendeur. En synthèse, beaucoup d'opérations sur mesure, à la fois dans le déroulé du process, mais aussi dans la structuration du prix. Dans des marchés particuliers comme ceux de 2023 ou 2024, les conseils retrouvent leur rôle de deal makers et font des deals très structurés, complexes, pour rapprocher les attentes de valorisation des uns et des autres. 2024 est aussi une année avec plus d'opérations de buy-side, pour des corporates. Car les corporates sont revenus assez fortement sur le

marché, sur des deals stratégiques. Les corporates étaient là en 2024, et ils seront, je pense, encore très présents en 2025.

“Depuis la baisse des taux de la Fed, les téléphones se sont mis à sonner comme jamais. Le bureau US embauche massivement parce qu'il a trop de deals. Quand les taux baissent de 25 ou 50 points de base aux US, ça débloque tout ce qui pourrait encore bloquer. En Europe, l'effet est plus mesuré. Cela améliore la faisabilité des deals et éventuellement la rapidité de l'exécution.”

Benjamin Marché

Alban Neveux, Advention BP : Oui et ils prennent la place du private equity, effectivement, parce qu'ils voient qu'ils ont du cash, ils ont des opportunités. Et puis en plus, les grands groupes, notamment français, vont continuer un mouvement déjà amorcé il y a quelque temps, qui est de travailler de façon plus active leur portefeuille d'activités, à l'anglo-saxonne, c'est-à-dire d'acheter, de vendre, de faire des carve-out, ce qui historiquement n'était pas trop la réalité des groupes français. Les groupes américains faisaient toujours ces travaux d'arbitrage, céder des actifs pour en acheter des nouveaux. Nous, on n'avait moins cette culture-là. Les grands groupes comme Saint-Gobain ou L'Oréal, historiquement tendaient à conserver beaucoup leurs actifs, et même quand ceux-ci ne performait pas forcément bien, ils



Virginie Lazes

- Virginie Lazes est Associée-Gérant, Co-Head TMT Europe de Rothschild & Co.
- Diplômée de Science Po Paris et titulaire d'une maîtrise d'économie et d'un DEA de relations internationales, elle a démarré sa carrière en 1998 chez Close Brothers Corporate Finance Paris (devenu DC Advisory) comme managing director. Elle a ensuite rejoint Bryan Garnier de 2008 à 2015 en tant qu' Associée en charge de l'équipe Corporate Finance. Virginie Lazes dispose d'une expérience de 25 ans en levées de fonds et fusions-acquisitions pour des entreprises technologiques.
- Ses dernières transactions : Levée de fonds de 100 MEuros pour Alice&Bob (deeptech/quantique), Conseil de MoneyOak dans sa cession à Epsa (IA), Conseil de Babel dans son LBO avec Mudabala, Conseil de Chequers et du management dans la cession de Fime à Gallant, conseil de Q-Perior dans sa fusion avec Westone, Conseil de Bechtel dans l'acquisition d'Apixit.

les gardaient. C'est une évolution managériale aussi, progressive. Et voilà, donc maintenant, on cède des petites marques, des actifs pour faire d'autres achats.

Virginie Lazes, Rothschild & Co : Oui, pour les corporates ce n'est plus un tabou de vendre un actif. Auparavant, c'était un aveu d'échec, mais maintenant, c'est devenu, effectivement, signe d'une bonne gestion.

Alban Neveux, Adventon BP : Un groupe comme L'Oréal a cédé récemment des petites marques, justement, et en parallèle a fait deux ou trois gros deals, comme Aesop, par exemple et un groupe comme Saint-Gobain n'hésite pas à mettre en vente Securit, un gros actif historique du groupe..

MdA : Stéphane, vous intervenez sur une centaine de deals par an,

ça a continué en 2024 ?

Stéphane Hutten, Hogan Lovells : Les volumes de M&A à l'échelle mondiale sont à la baisse. Par

“2024 a été une année active sur des process non classiques et des opérations complexes et structurées afin de rapprocher les attentes de valorisation des uns et des autres. Également beaucoup de buy-sides, pour des corporates, notamment.”

Virginie Lazes

contre, sur notre marché français et notre domaine d'expertise, cela a très bien tenu. Il faut juste être

flexible et s'adapter. Le marché s'est sophistiqué, les deals sont plus compliqués. Par exemple, on a fait beaucoup de solutions, un peu flex au sens large, pour permettre de « Matcher » les attentes des acquéreurs et vendeurs. On a fait par exemple des opérations dans lesquelles le fonds sort en cash avec un financement structuré en dette et en equity, mais en même temps, il y a des échanges de titres entre deux acteurs du même secteur, et ainsi on crée un leader du secteur. Cela nous a vraiment permis de maintenir un bon deal flow, et puis après, il faut avoir la chance d'intervenir dans les bons secteurs comme la tech, la santé, les infrastructures, l'éducation...

Alban Neveux, Adventon BP : Même la tech, n'est pas toujours si résistante et si prometteuse, si tu prends le sous-ensemble des ESN,

Peter Harbula

- Péter Harbula est Group Head of M&A en charge des opérations de fusions-acquisitions chez SPIE. Après avoir commencé sa carrière chez Deloitte, Péter rejoint le futur Edenred (Accor Services) en 2007 et occupe le poste de Directeur M&A Groupe d'Edenred à partir de 2010 jusqu'en 2022, date à laquelle il rejoint le Groupe InVivo comme Group Head of M&A & Integration.
- Lors de ses années chez Edenred, Invivo et SPIE, Péter a réalisé plus de 150 opérations M&A - dont plus de 110 acquisitions - sur 5 continents et 35 pays - la Valeur Entreprise cumulée à 100% de ses opérations excédant 6 milliards d'euros.
- Péter est titulaire d'un master of sciences de l'Université des Sciences Economiques de Budapest (Corvinus), ainsi que d'un DESS en Techniques Financières et Bancaires et d'un doctorat en Sciences de gestion de l'Université Paris II Assas et enseigne à HEC depuis 2006.



en ce moment, c'est compliqué; Il y a encore un an, ça faisait 8 à 10% de croissance par an, et aujourd'hui c'est plutôt à l'arrêt.

Virginie Lazes, Rothschild & Co : Oui, et sur ce marché habitué à des croissances à deux chiffres, la communication des current tradings n'a pas été simple, certains se refusant à accepter de communiquer véritablement sur leurs décalages. Mais à l'approche de la fin de l'année il a bien fallu le faire, et cela a conduit à pas mal d'arrêts de process.

Stéphane Hutten, Hogan Lovells : Oui, par conséquent, tu te retrouves avec des conversations interminables sur les “earn-outs”, qui sont des pentes glissantes pour les deals car de nature à créer des désaccords et incertitudes d'exécution. Quand les résultats ne sont pas au rendez-

vous, il est toujours difficile pour le vendeur d'ajuster son prix. Il y a une différence culturelle majeure

“On ne regarde pas trop d'acquisition aux Etats-Unis car les valorisations y sont trop élevées. Sur les 18 mois, on est à plus d'un milliard d'euros de capital employé principalement en Europe. On regarde beaucoup dans les énergies renouvelables et cela peut être un peu partout même si je pense que pour un Européen, investir en Europe, c'est plus simple.”

Peter Harbula

à cet égard entre les anglo-saxons et les français en la matière; les anglo-saxons sont souvent plus réalistes, moins dans le déni; Les sujets d'ajustement de prix se passent mieux, ils acceptent de baisser leur prix et de remettre leur argent au travail plus aisément. Finalement, les continuation funds et les refinancements sont des mécaniques créatives mais qui aboutissent aussi parfois à repousser le problème d'ajustement du prix sur le marché.

Benjamin Marché, SPB : Effectivement, ils préfèrent prendre une perte limitée, mais connue, pour être en capacité de réinvestir et de créer une nouvelle opportunité de valeur et en fait, de continuer à ce que les transactions se fassent.. — C'est une culture du flux, en fait. Le système anglo-saxon a compris que la richesse se crée davantage par



Faustine Viala

- Faustine Viala est l'associée en charge du département concurrence du bureau de Paris de Willkie Farr and Gallagher. Forte d'une expérience de plus de 20 ans, Faustine intervient dans tous les domaines du droit de la concurrence: contrôle des concentrations, pratiques anticoncurrentielles et aides d'Etat. Faustine intervient également régulièrement sur des dossiers d'investissement étrangers.
- Faustine est reconnue en tant que "leading practitioner" par les guides Chambers et Legal 500. Faustine représente des clients industriels comme des fonds d'investissements dans le cadre d'opérations de concentration complexes.. Récemment, Faustine a assisté CMACGM dans le cadre des procédures antitrust et Foreign investment concernant l'acquisition de Bolloré Logistics et le fond Searchlight Capital dans le cadre de la vente de sa société de portefeuille Flowbird à son concurrent EasyPark, devant l'Autorité de la concurrence.

le flux que par la gestion d'un stock, en fait, quelque part. C'est vrai de tout, le flux financier comme le flux d'informations. Et ça, ça se voit dans nos métiers.

Dans le bancaire certaines banques arrangent un crédit et conservent cette ligne au bilan post-syndication à hauteur de 20/30%, là où d'autres établissements auront syndiqué l'opération en quasi totalité le lendemain du closing. Cela permet de refaire un nouveau crédit rapidement tout en respectant les critères Bâle III et en percevant les commissions liées à ces deux opérations.

MdA : Faustine, l'activité concurrence et Foreign était dense en 2023. Qu'en est il de 2024 ou certains deals dans les secteurs stratégiques ont été surveillés par les autorités de la concurrence ?

Faustine Viala, Willkie Farr & Gallagher : D'une manière générale, on a eu une année

"Pour ma partie "concurrence et regulatory", je ne peux qu'abonder sur le constat de la sophistication des deals. Avoir de bons conseils en amont, c'est encore plus important qu'avant. Le sujet est devenu très sensible comme l'illustre l'opération Opella (Doliprane) très récemment."

Faustine Viala

très active. Et on n'a pas senti nécessairement de baisse en juillet.

On intervient aussi bien pour les corporate que pour le PE. Pour ma partie "concurrence et regulatory", je ne peux qu'abonder sur le constat de la sophistication des deals. Dans l'environnement économique et géopolitique que l'on connaît, avoir de bons conseils en amont, c'est encore plus important qu'avant. Le sujet est devenu très sensible comme l'illustre l'opération Opella (Doliprane) très récemment. Les opérations sensibles sont plus longues car il y a aussi une dimension politique, d'où la sophistication. Côté Private Equity, je partage aussi ce qui a été dit. En 2024 on a vu moins de LBO mais aussi beaucoup plus de projets de Build-Up. Pour rebondir sur l'activité M&A des américains, ils sont effectivement très actifs mais il y a aussi quand même pas mal de corporate qui ne peuvent plus faire de deal en Europe car trop dominant sur leurs





Stéphane Hutten

- Stéphane est l'associé en charge du département Corporate & Private Equity du bureau parisien d'Hogan Lovells et fait partie de l'équipe dirigeante globale Private Equity. Il est spécialisé en fusions et acquisitions sur des sociétés cotées et non cotées ainsi qu'en opérations de Private Equity. Il conseille également sur les questions de droit boursier et de gouvernance d'entreprise.
- Stéphane figure dans la plupart des classements professionnels, et parmi les « 50 valeurs montantes du barreau des affaires » choisies par le Magazine des Affaires, a été désigné « avocat de l'année » par plusieurs publications, et en tant que « leading individual » par Chambers et Legal 500. Il intervient sur de nombreux dossiers de place, et notamment récemment dans le cadre des dossiers Vulcain Ingénierie (Ardian), Efeso (Towerbrook), Cellnex/Austria (EDF Invest, Vauban, MEAG), GSF (Towerbrook), Orion (Ardian), EN5 (Arkéa Capital Partenaire), Flex Composite Group (IDI), Platinum Invest / LVMH (Andera Partners), Argon (Bridgepoint)...

marchés. On a accompagné nos clients en Amérique latine cette année avec des deals qui se sont faits en infrastructure notamment. On a été aussi actif en matière de "continuation funds" qui requièrent des notifications, en particulier en "Foreign Investment". La bonne nouvelle c'est qu'au niveau des autorités, les opérations « simples » passent de mieux en mieux et donc plus rapidement. Côté Autorité de la concurrence, la pré-notification peut être évitée en cas d'opérations simplifiées. Niveau Commission européenne, ils ont créé aussi un nouveau formulaire simplifié. Je trouve que sur les opérations simples, cela va donc plus vite; En revanche dès que c'est complexe cela peut durer presque un an, parfois même pour une opération sans engagements. Les européens ont également pas mal de sujets d'acquisitions aux US. Mais tout le

monde attend de savoir ce qui va se passer aux US après le 10 Février,

“Le marché s'est sophistiqué, les deals sont plus compliqués. C'est-à-dire qu'on a fait beaucoup de solutions, un peu flex au sens large, pour permettre de « Matcher » les attentes. Il faut avoir la chance d'intervenir dans les bons secteurs comme la tech, la santé, les infrastructures....”

Stéphane Hutten

date d'entrée en vigueur du nouveau formulaire du filing US, beaucoup

plus complexe et requérant beaucoup plus d'informations que l'actuel formulaire de notification. Pendant l'administration Biden, le DOJ et la FTC étaient extrêmement stricts et le degré de certitude d'exécution des deals a donc un peu mathématiquement baissé. Pour toutes ces raisons, aujourd'hui, les clients viennent nous voir de plus en plus en amont de leur projet d'acquisition Ils sont de plus en plus familiers avec ces sujets et se rendent compte de l'importance de ces sujets.

Virginie Lazes, Rothschild & Co : Dans des process, il y a aussi des acteurs qui s'en servent comme une arme de dissuasion pour disqualifier des compétiteurs étrangers, chinois, notamment.

Alban Neveux, Advention BP : J'étais à l'IPEM à Shanghai en

décembre et on a pu constater que les Chinois commencent à se tourner à nouveau vers l'Europe. Ils regardent des actifs en Europe parce qu'ils n'ont pas de croissance interne suffisante. Ils voient que le marché américain se ferme. L'Europe est le dernier bastion qui leur est accessible. On les laisse à peu près encore acheter des actifs. A titre d'illustration, Bonpoint a été vendu à un Chinois la semaine dernière. Certes c'est une opération de taille moyenne, et c'est encore loin d'être une déferlante, cependant il y en a d'autres dans les tuyaux.

Erwan Colder, PwC : Je suis étonné car j'avais plutôt le sentiment que les acteurs chinois étaient un peu repliés sur leur marché. Cela a été le cas un moment mais on a vu ce flux se tarir. Concernant les deals transfrontaliers, en revanche, je vois le dynamisme des Français vers les USA parce qu'ils se disent « ça va être un château fort, donc il vaut mieux être à l'intérieur et avoir des positions. ». En revanche, on ne voit pas encore trop les américains regarder des acquisitions en Europe. Autant les acquéreurs français s'habituent aux mauvaises surprises et continuent à travailler, autant les Américains hésitent à deux fois avant de se lancer car la dynamique générale n'est pas extraordinaire. L'Allemagne ne va pas très bien, la France ne va pas très bien. Le dollar est très favorable certes, mais le sous-jacent n'est pas rassurant. Ce qui est sûr, c'est que ça change rapidement. En revanche, le marché US, à la fois pour les sociétés françaises, et là pour les sociétés américaines, est le marché sur lequel tout le monde s'active. La capacité d'investissement des sociétés US va être phénoménale.



MdA : Péter vous regardez des acquisitions aux États-Unis? L'année dernière, SPIE avait fait huit opérations...

Péter Harbula, SPIE : On ne regarde pas d'acquisition aux Etats Unis car ce n'est pas dans les priorités stratégiques du Groupe. Sur les 18 derniers mois, nous avons déployé environ un milliard d'euros de capital en Europe sur des opérations de M&A. On regarde

aussi dans le domaine des énergies renouvelables et cela peut être en dehors de l'Union Européenne, même si je pense que pour un Européen, investir en Europe, c'est plus simple.

Erwan Colder, PwC : C'est vrai que sur les secteurs, on voit des dynamiques très différentes. La santé, typiquement, je pense que la dissolution a eu un effet de stopper tout ce qui est dépendant du





financement public; En revanche, dans le secteur des énergies renouvelables il y a beaucoup, beaucoup d'opérations de toutes tailles. Dans les services financiers, on a vu des opérations structurantes comme le rapprochement AXA IM/BNP mais d'autres devraient suivre je pense. Depuis 18 mois le secteur a été très attractif car moins exposé à l'inflation et il y a des fonds qui se sont intéressés.

Péter Harbula, SPIE : Il peut y avoir des éléments politiques qui peuvent influencer. Par exemple, un SMIC net à 1 400€, 1 600€ ou 1 800€ a un impact direct dans le résultat d'exploitation pour les secteurs intensifs en capital humain. Plusieurs déclarations de politiques ont créé de l'incertitude en 2024. Il y a aussi l'incertitude fiscale. j'ai un vrai problème avec la rétroactivité car cela soulève des problèmes politiques très importants en termes de confiance. Les investisseurs veulent une espèce de stabilité financière et surtout être capable de prévoir.

Stéphane Hutten, Hogan Lovells : Les changements réglementaires ont un effet aussi sur les valorisations. Dans certains secteurs, il y a ainsi une baisse du multiple de valorisation de la plateforme de consolidation qui handicape certains très beaux deals du marché et certains build-ups.

Virginie Lazes, Rothschild & Co : Pour rebondir sur ce que disait Erwan sur les Américains, il y a deux raisons pour lesquelles les investisseurs ne vont peut-être pas venir tout de suite en Europe. Ils vont bénéficier d'un environnement économique extrêmement favorable chez eux. Et puis, ils risquent d'attendre que la poussière retombe en Europe. Ils reviendront, notamment parce que le dollar est plus élevé, mais plutôt en 2026.

Faustine Viala, Willkie Farr & Gallagher : Sur l'incertitude il y a aussi les autorités de contrôle. On a une dizaine d'autorités de concurrence en Europe qui ont décidé d'avoir un pouvoir

d'évocation, c'est-à-dire de pouvoir regarder une opération même en dessous des seuils. L'autorité française en fait partie et étudie sérieusement cette option. Dès lors, il a 3 options. Soit elle ne le fait pas, soit elle le fait mais avec un critère très large. Soit elle regarde si vous avez déjà été condamné... Bref, cela va créer encore de l'incertitude.

Stéphane Hutten, Hogan Lovells : En 2020, avec le covid on a tous eu l'impression que c'était la fin du monde. Puis on a eu l'Ukraine et l'inflation. Et pourtant le marché résiste. Je suis toujours bluffé par la capacité des acteurs à trouver des solutions pour faire des deals, à se réinventer pour animer le marché.

Virginie Lazes, Rothschild & Co : En 2024, on était tous dans une logique de reprise, mais la reprise ne s'est pas matérialisée. En 2025, on se dit la même chose mais rien n'est sûr.

MdA : Et L'IA, peut il être un catalyseur du marché M&A comme l'assure la dernière étude de Goldman Sachs ?

Virginie Lazes, Rothschild & Co : C'est un élément perturbateur supplémentaire. Bien sûr que c'est un catalyseur mais à court terme ses impacts ne sont pas clairs. Dans les entreprises de software, l'IA va contribuer à réduire la taille des équipes de développeurs, dans les fintechs, avec toutes les contraintes, l'IA permet d'automatiser la compliance, etc.... Il faut évidemment que l'IA soit contrôlée par les bons juristes et les bons développeurs, mais clairement elle contribuera à plus d'efficacité

économique. Mais la vraie question reste celle des business models qui doivent évoluer, certaines sauront s'adapter, mais d'autres non.

Péter Harbula, SPIE : Pour revenir sur ce que l'on disait tout à l'heure, nous sommes en train d'apprendre à vivre dans un monde plus incertain. L'incertitude politique, on peut aussi apprendre à vivre avec. Et il y a tellement de facteurs exogènes (par exemple: politiques, économiques ou géopolitiques) pour les entreprises, que, finalement, la résilience, elle est là. Cela a un impact sur le marché. On peut regarder le marché du M&A. En valeur, oui, il a baissé. En volume, ce n'est pas forcément aussi évident.

Faustine Viala, Willkie Farr & Gallagher : Je suis d'accord, le nombre d'opérations notifiées, il y en a plus chaque année. Le small mid-cap résiste parce que les enjeux ne sont pas les mêmes. Il y a pratiquement ceux qui vivent sur des méga-opérations qui sont touchées par la baisse.

Erwan Colder, PwC : Ce qui est intéressant, c'est que le marché du M&A s'est quand même beaucoup segmenté. L'activité a baissé à la fois en nombre de deals et en volume l'an passé même la dynamique Small et Large cap revient bien. Je dirai que c'est plus le Mid Cap qui a été touché. Après on parle de statistiques de deals "closés". Mais ce n'est pas l'activité du marché. Il y a une partie qui ne se traduit pas en statistiques parce qu'ils ne closent jamais. Moi, je te rejoins sur le fait que maintenant, on s'est habitués à vivre dans un environnement compliqué.



Alban Neveux, Adventon BP : Il faut bien distinguer activité et activisme. Les chiffres de France Invest sur 2024, font état d'une baisse de 35 %. C'est quand même d'une violence inouïe. C'est en train de se réveiller heureusement. D'autant que les levées de fonds ne sont pas simples. D'ailleurs, j'entends beaucoup chez les fonds qui sont en levée, que l'ESG est une tendance lourde. C'est vrai en Europe mais beaucoup moins aux États-Unis. Blackrock, qui était le premier à être pro-ESG, a mis un grand coup de frein.

Virginie Lazes, Rothschild & Co : Ce qui m'inquiète c'est l'augmentation du nombre des dépôts de bilan, tous secteurs confondus, y compris en tech. Ce qui traduit quand même une dégradation du climat économique. On a survécu au Covid grâce, notamment, à l'argent public. Mais maintenant cet argent public doit être remboursé....

Stéphane Hutten, Hogan Lovells : On voit de plus en plus de bris

de « Covenants ». Bien anticiper l'évolution du ratio dette sur Ebitda et les éventuelles négociations bancaires est un enjeu clé !

Erwan Colder, PwC : Il y a beaucoup d'acteurs intelligents dans le M&A qui savent s'adapter aux différentes conditions de marché et qui doivent faire des deals quand c'est compliqué.

Stéphane Hutten, Hogan Lovells : C'est la performance relative qui va compter. Avant, on disait qu'il fallait faire 3 fois, 2 fois la mise. Et là, on va voir. Le marché va se recadrer. Celui qui va être bon, c'est celui qui fait mieux que le voisin et pas forcément celui qui fait 3 fois la mise.

Virginie Lazes, Rothschild & Co : Après sa forte croissance récente, le Private Equity est entré dans une phase de rationalisation, faite de rapprochements et de constitution de plateformes multi stratégiques. Et en parallèle, certains fonds n'arrivent pas à relever.

Péter Harbula, SPIE : Ce que



j'observe, simplement, c'est qu'on a fait à peu près le même nombre de lettres d'intérêt en 2022, en 2023, en 2024. On fait entre 25 et 30 lettres d'intérêt par année sur ces 3 années. Notre taux de transformation est également le même, en moyenne 25% des lettres d'intérêt se transforment en deal.

Alban Neveux, Advention BP : Après, pour revenir sur l'aspect politique et ses conséquences. On voit que l'instabilité en Europe ralentit l'activité du M&A. En Europe, certains pays se retrouvent sans gouvernement... et de fait c'est compliqué de se projeter. Aux États-Unis, la sphère économique s'affranchit beaucoup plus de ce qui se passe en politique. C'est avant tout la sphère économique qui prime.

Benjamin Marché, SPB : ... alors qu'en France on a vu une proposition de loi sur la « pénalisation des manpacks » avec une définition suffisamment large

et mal rédigée pour que toutes opérations de LBO tombent sous celle-ci.

MdA : Parmi les notes positives, il y a la baisse des taux et le financement n'est-ce pas ?

Benjamin Marché, SPB : Le financement revient et ils sont plus faciles à mettre en place. La perspective de baisse des taux encourage fortement à l'investissement car les projections financières sont moins sujettes à une potentielle remontée des taux comme les dernières années. Cette baisse des taux devrait continuer, et suivre le mouvement de la Fed. D'ailleurs, les instruments de couverture de taux sont clairement orientés à la baisse.

MdA : Pour les Corporate, la baisse des taux a moins d'impact non ?

Benjamin Marché, SPB : Oui d'ailleurs, les corporates ont soutenu l'activité M&A quand les



fonds étaient moins là, parce que ceux qui avaient de la trésorerie ont pu s'affranchir des taux élevés en finançant leur acquisition en fonds propres car même pour un beau corporate, des taux entre 4 et 5, 5,5 % au-dessus de l'Euribor il peut être plus pertinent d'utiliser sa trésorerie. Les corporates vont pouvoir revenir emprunter à nouveau et lever un peu leurs opérations. Sur la dette, on remet un petit peu à l'ordre du jour le "staple". On en a déjà parlé l'an passé. Aujourd'hui on en fait quelques uns. L'idée est que dans un environnement business plus compliqué que par le passé cela peut permettre d'aider à finaliser le deal. Les banques du staple sont généralement les banques déjà impliquées sur la cible et qui connaissent donc bien l'actif, elles sont souvent les plus compétitives sur l'opération question.

Erwan Colder, PwC : Je pense que l'activité M&A va reprendre aussi parce que les corporates sont face à des enjeux de transformation

importants. On parlait de l'IA, c'en est un, mais il y en a d'autres pour transformer les business model. Les corporates sont obligés de faire les choses. Après, c'est déclencheur de quelques opérations, mais cela ne fait pas pour autant une tendance de fond du marché. Il y a effectivement la partie refinancement, un certain nombre de fonds font du refinancement pour gagner du temps. S'ils ne sont pas sous pression, ils gagnent du temps. Ils gagnent du temps, ils font des fonds de continuation, du refinancement. Et ils font du build-up aussi.

Benjamin Marché, SPB : On a quand même un problème aujourd'hui c'est c'est que l'on arrive à la maturité des deals post-Covid. 2021-2022 qui se sont faits à des niveaux d'EBITDA et de valorisation élevés.. Quelqu'un, à un moment, sera obligé de dire je ne vais peut-être pas faire un si bon "return" que cela. C'est justement pour ça qu'ils font des build-up productifs.

Faustine Viala, Willkie Farr & Gallagher : Parmi les aspects positifs il y a quelques déclarations récentes qui ont été faites par la nouvelle commissaire européenne, le rapport Draghi, et même le président de l'autorité de la concurrence française qui iraient dans le sens d'un certain assouplissement des autorités de concurrence pour permettre de créer des champions européens. Pour moi, c'est intéressant de voir si ça va se préciser mais c'est clairement un message positif. ■