

interview

Olivier Dardel, Bucéphale Finance

« La concurrence sur les fees est une réalité dans l'univers du conseil en M & A »

À l'heure où l'activité du M & A redémarre – notamment en LBO –, Olivier Dardel, associé de la boutique Bucéphale Finance, explique comment la crise a affecté le conseil en fusions-acquisitions.

C.F. : La vingtaine de mandats de vente en cours dans le private equity trouvera-t-elle une issue favorable ?

O.D. : Tout est une question de prix ! Il est évident que les banques sont de nouveau prêtes à faire des underwritings, même si les quantum de dette mis en place dans les récents LBO ne dépassent jamais 50 % du financement total. Concrètement, le multiple de dette sur Ebitda a fondu de deux points, depuis la crise. Pour compenser cette perte, il n'y a que deux cas de figure. Le LBO secondaire, voire tertiaire, est possible si l'actif est de qualité et recèle un fort potentiel de croissance (interne ou externe) – c'est le cas de Gras Savoye, de Spotless Group ou encore de Sebia. La vente à un industriel permet de tirer un bon prix si les synergies ont pu être valorisées – Astorg Partners, que nous conseillons, a ainsi pu réaliser une belle performance lors de la cession de Geoservices à Schlumberger. En revanche, je ne crois pas à la pertinence du dual-track avec IPO en ligne de mire. Les introductions en Bourse font du sens pour les gros actifs (valorisés au-delà du milliard d'euros) qui ne sont pas réellement finançables « hors marché ». Les investisseurs institutionnels ont un a priori négatif à l'égard des cibles mid-cap financées par les fonds de private equity.

C.F. : Les financements LBO font-ils table rase de la crise ?

O.D. : À l'occasion de la mise en œuvre de la loi de sauvegarde, les prêteurs ont constaté, dans certains cas, qu'ils ne pouvaient pas exercer leurs nantissements sur les holdings où était logée la dette. Ils ont donc aménagé les documentations bancaires ; il n'y a aucune



biographie

En 2007, Olivier Dardel (41 ans, Descaf, MBA London Business School) a été nommé associé de Bucéphale Finance, qu'il a cofondé en 2003. Après un début de carrière chez Limagrain, Exame et Laboratoires Dolios, il a rejoint la banque d'affaires Donaldson, Lufkin & Jenrette, rachetée en 2000 par Credit Suisse First Boston. Bucéphale Finance compte aujourd'hui douze banquiers d'affaires. La structure, qui souffle ce mois-ci sa sixième bougie, devrait accueillir un quatrième associé prochainement.

raison qu'ils reviennent en arrière. Deux opérations récentes en apportent d'ailleurs la preuve. Lors de celle orchestrée sur Gras Savoye, où nous épaulions Astorg Partners, les banques ont pris un nantissement sur les titres du holding – et pas seulement de la cible, comme auparavant –, nantissement novateur pour le LBO en France mais relativement usuel dans les financements immobiliers et d'infrastructures. Lors du buy-out sur Spotless Group, des holdings de droit luxembourgeois (portant l'equity et la dette) ont été structurés afin de sortir de la juridiction française.

C.F. : En revanche, les processus évoluent avec la reprise du M & A...

O.D. : Il ne faut pas s'emballer. Le marché des fusions-acquisitions n'a redémarré que depuis quelques semaines ; il ne décollera de manière durable hors LBO qu'une fois stabilisée la volatilité sur les marchés. Cette nuance faite, il faut reconnaître que les processus d'enchères animent de nouveau la place. Mais celles-ci sont d'une nature différente que celles qui avaient cours avant la crise : elles tendent à mêler de plus en plus les fonds et les industriels. De facto, elles auront tendance à

être menées dans un calendrier moins effréné que par le passé, les industriels prenant plus de temps que les financiers (habituels à préempter) pour formuler une offre. Il n'est pas rare, d'ailleurs, que les enchères soient menées en deux temps. En amont, les vendeurs vont tester l'appétit du marché – souvent auprès d'industriels –, avant de mettre l'actif en vente officiellement. Il se peut aussi qu'ils demandent aux financiers et aux industriels de remettre leur offre à des dates différentes.

C.F. : La concurrence dans le conseil en M & A s'est-elle accentuée ?

O.D. : Contrairement à ce qu'on aurait pu croire, la crise n'a pas changé radicalement la donne. Certaines maisons ont été affaiblies ou marginalisées, d'autres sont sorties renforcées de cette période mouvementée. Les co-mandats n'ont pas disparu du paysage – une dizaine de banques seraient mandatées sur la scission d'Accor. Mais la concurrence sur les fees est une réalité tant que le volume d'opération reste faible. Soyons clairs : les deals « propriétaires » sont de plus en plus rares – presque toutes les opérations sont intermédiées, et ce indépendamment de leur taille. Les banques d'affaires qui proposent « seulement » de faire de l'exécution ne méritent pas la même rémunération que celles qui ont un vrai angle. Elles se livrent de nouveau une concurrence acharnée pour décrocher les mandats de vente. C'est la « poule aux œufs d'or », maintenant que le robinet des financements bancaires se ouvre. Cela dit, il existe parfois une sorte de contrat moral entre un conseil et un fonds de private equity : si le premier a bien travaillé à l'achat et a continué à suivre le dossier, il sera souvent de nouveau mandaté par le second lorsque celui-ci organisera sa sortie. Même s'il y a mise en concurrence et pitch, le conseil historique part évidemment avec une longueur d'avance. ■

Propos recueillis par Emmanuelle Dutet