

Private Equity
Le LBO face au Covid-19

1
Octobre
2020



LES RENCONTRES D'EXPERTS



LE LBO face au covid-19

Six mois après le début de la crise, le Private Equity commence à montrer un nouveau visage. À l'invitation du Magazine des Affaires, six spécialistes sont venus se livrer sur leur ressenti de la crise. De la transformation des modèles de management à l'incarnation des valeurs ESG, de l'accélération des tendances de fonds aux consolidations attendues sur le marché, la société comme les entreprises se métamorphosent. Retour sur un débat riche en analyses.

Magazine des Affaires : Merci à tous d'être présents aujourd'hui. La moitié d'entre vous était là en mars lors de notre dernière table ronde LBO avant confinement. On avait du mal à se projeter. Finalement, comment avez-vous vécu ces six derniers mois?

Frédéric Mimoun, Omnes : La première période pendant le lock-down a été très intense pour nos équipes et en particulier bien sûr pour les Dirigeants que l'on a accompagné de façon particulièrement active : validation et accompagnement des plans de trésorerie, assistance dans la réduction des points morts, accélération des plans de transformations tant digital, cloud, IoT et systématisation des sollicitations des PGE et prêts Atouts. À ce titre, je tiens à saluer la réactivité des pouvoirs publics, qui ont été bien plus efficaces que lors de la crise de 2008. La deuxième période post lock-down est tout aussi prenante sur l'accélération des plans de transformation, diversification business et réduction des points morts concernant nos participations, en complément de la recherche de new business toujours aussi sélective mais en place. À ce titre, nous sommes entrés en exclusivité sur une nouvelle opportunité primaire en gré-à-gré pendant le lock-down, que nous finalisons actuellement.

Romain Ohayon, Andera Partners : Nous avons vécu sensiblement la même chose. Évidemment il y a tout l'aspect portefeuille, dont l'intensité à plus que doubler avec le besoin de suivi et d'accompagnement des entreprises, ainsi que la gestion du cash. Les questions opérationnelles ont aussi été très chronophages, puisque les équipes de Direction devaient déterminer quelles activités il était encore possible d'opérer, qui devait rester dans les locaux ou pas...

MDA : Il y avait deux sujets, la gestion interne et la gestion des participations ?

Romain Ohayon : Là je parle uniquement des participations. Il a fallu s'organiser avec les managers pour les aider à mettre en place des plans opérationnels pour les activités critiques qui devaient être maintenues à un niveau minimum. Cela a été très lourd pour les managers mais aussi pour nous, avec du télétravail constant et plusieurs réunions par jour. Tout ce qui a concerné la réadaptation a mis un peu de temps à venir : il a fallu quelques semaines pour que tout le monde « atterrisse » et puisse avoir une meilleure idée de ce qu'il se passait. À partir de mi-avril, il a fallu commencer à se poser des questions sur l'après, sur ce qui allait devoir changer et ce qui

pourrait être remis en place comme auparavant.

MDA : Avec des closing en cours ?

Romain Ohayon : Nous avons abandonné quelques dossiers qui n'étaient que très peu engagés, notamment sur des activités qui selon nous allaient trop souffrir durant la crise. Pour certains dossiers qui étaient plus avancés, nous avons pris la décision de geler les processus tout en restant au contact afin de voir comment cela évoluait. Il s'avère que pour certains, les activités ont bien résisté pendant la crise et que nous devrions donc réaliser ces opérations. Nous étions persuadés que ces activités allaient moins souffrir que d'autres, c'est pour cela que nous nous y sommes accrochés. Cette crise a été un test de résilience, et il est vrai que les investisseurs attendaient une performance rassurante des activités qui tournent autour du numérique.

MDA : Et les valorisations n'ont pas baissées ?

Romain Ohayon : Il faudra en reparler, c'est encore un peu tôt pour connaître les effets de la crise sur le moyen terme.

Martin Naquet-Radiguet, PwC : C'est vraiment compliqué. Les distorsions générées par la crise

Frédéric Mimoun

➤ Frédéric Mimoun est directeur d'investissements senior chez Omnes. Il a rejoint l'équipe Capital Développement & Transmission Small Cap d'Omnes en septembre 2016. Il est nommé Directeur d'investissements senior en septembre 2018. Frédéric Mimoun démarre sa carrière chez Arthur Andersen en Recovery/Transaction Services, puis à la Société Générale en fusion & acquisitions à Londres. Il intègre ensuite la Royal Bank of Scotland à Paris en tant que Directeur des équipes d'origination Leveraged Finance, avant de rejoindre Nixen Partners. Frédéric Mimoun était depuis 2015 Responsable du pôle Private Debt pour la France et le Benelux chez Blackrock.

➤ Frédéric Mimoun est diplômé de l'Ecole Spéciale des Travaux Publics Paris.

➤ Frédéric est actuellement investisseur notamment auprès de Batiweb, InCA, ABMI et Opportunity.



COVID-19 sur l'EBITDA sont telles qu'on ne peut pas avoir la même approche de multiple que pré-crise. Ce qui rajoute de l'aléa dans la valorisation

Olivier Aubouin, Mayer Brown : Ce qui m'a frappé, c'est que pendant le confinement on se disait "ça y est, le monde va changer, les acheteurs vont reprendre la main sur les négociations". Et, en fait, en quelques jours, dès le moment où nous nous sommes rendus compte qu'il y avait toujours une très forte concurrence autour des beaux actifs, on est revenu à des conditions juridiques similaires à la situation d'avant-crise. Au début, on essayait bien de placer des clauses MACs, des clauses d'ajustement de prix, des garanties de passif, mais finalement les offres que nos clients ont remises ont eu des conditions juridiques très similaires à celles d'avant. C'est probablement parce qu'il s'agit d'actifs de qualité, mais c'est aussi le signe que nous sommes toujours dans un marché pro-vendeurs.

Martin Naquet-Radiguet : C'est vrai que nous nous attendions à voir la fin

des mécanismes de locked-box et le retour en grâce des ajustements de prix. Mais pour les actifs qui ont montré qu'ils étaient toujours vendables et achetables, rien n'a changé en la matière. On pensait passer à un marché pro-acheteur qui allait rééquilibrer les choses, mais dans la réalité, soit les actifs se vendent très bien et on est

“ La deuxième période post lock-down est tout aussi prenante sur l'accélération des plans de transformation, diversification business et réduction des points morts concernant nos participations.”

Frédéric Mimoun

encore dans le monde d'avant, soit les actifs n'ont pas été résilients et n'ont pas su redémarrer leur activité, et dans ce cas là ils ne sont pas sur le marché.

Alban Neveux, Advention : Par contre le phénomène de polarisation dont nous parlions il y a six mois est en plein boom. Si on regarde les dernières grosses opérations, on voit que Ardian a payé 14 fois l'Ebitda sur Finaxys, Sagard a mis 11 fois l'Ebitda sur les Laboratoires Delbert, Isai Expansion et Vitalliance c'est 16 fois... Sur les dix opérations que j'ai pu faire récemment, on est à chaque fois entre 13 et 16 fois l'Ebitda.

Romain Ohayon : À court terme les drivers de ces valorisations ont quelque peu changé : avant crise, c'était la croissance et la résilience d'un point de vue économique, et aujourd'hui c'est devenu « covid-proof ». Il y a toujours une résilience économique, mais il y a désormais une prime sur la résistance de l'entreprise à la pandémie.

Alban Neveux : Tout à fait. Ce sont deux phénomènes complémentaires.

Bertrand Falcotet, Valtus : Et pour le coup, les sociétés qui étaient déjà bien positionnées vers la digitalisation, vers ce nouveau monde que l'on voyait déjà



Martin Naquet-Radiguet

- Associé au sein du département Transaction Services de PwC France qu'il a rejoint en 1997 et qu'il a dirigé de 2009 à 2015. Martin est Market Leader pour la practice Deals et responsable du Private Equity pour PwC France.
- Au cours des 23 dernières années, il a mené près de 500 projets de due diligence pour des investisseurs financiers ou industriels, côté buy-side ou sell-side. Ses clients incluent un large portefeuille de fonds d'investissement mid-cap ou large-cap (Montagu PE, Antin IP, IK, Motion EP, Qualium, Abenex, Partners Group, etc.), ainsi que des grands groupes français (VINCI, Sodexo, Naval Group, etc.).
- Parmi les projets récents menés par Martin, figurent notamment les due diligence sur Galileo Global Education et sur Babilou.

venir mais qui a été complètement accéléré, ont pris beaucoup plus de valeur parce qu'il y a un nouveau paradigme économique dans lequel elles prospèrent. Si l'on ajoute à cela le fait qu'il y ait des entreprises plus à risque parce que leur secteur a été chahuté par la crise, cela me paraît assez logique qu'il y ait une accentuation de la concurrence sur les prix des beaux actifs.

MDA : Comment s'est passée la crise pour Valtus ? Vous avez été très sollicités durant ces six derniers mois ?

Bertrand Falcotet : Nous avons 180 managers en mission quand le confinement est arrivé, et comme cela a été dit avant, c'était 180 comités de directions qui avaient lieu quotidiennement, voire plusieurs fois par jour pour certaines entreprises. Il faut se rendre compte de ce que c'est pour les équipes de management et le stress que cela engendre. Et là je crois que le fait de pouvoir communiquer régulièrement a fait la différence :

chaque semaine nous avons organisé des temps d'échanges avec l'ensemble des sociétés, ce qui a permis aux dirigeants de partager leurs expériences et de ne pas se sentir isolés. Durant cette période, être adossé à un fonds était un atout pour les dirigeants,

“Dans la réalité, soit les actifs se vendent très bien et on est encore dans le monde d'avant, soit les actifs n'ont pas été résilients et n'ont pas su redémarrer leur activité, et dans ce cas là ils ne sont pas sur le marché.”

Martin Naquet-Radiguet

même les meilleurs. Tout le monde s'est retrouvé à partager et échanger et je pense que d'une manière générale la relation de confiance entre les

dirigeants et les fonds en est sortie grandement renforcée. Autrement, je rejoins ce qui a été dit sur l'intensité de travail, qui était très lourde. D'ailleurs quasiment toutes nos missions ont été prolongées parce que la charge de travail était intense, et elle risque de l'être encore pour les prochains mois. Nous avons démarré certaines missions pendant le confinement, ce qui n'était pas facile parce que quasiment tout se faisait à distance. C'est très compliqué d'intégrer des équipes dans ces conditions, mais cela a pu être fait notamment sur des postes de DRH ou de direction de production / supply chain, où la situation était critique. Ensuite il y a eu un redémarrage de l'activité en septembre, et là nous constatons en effet un mouvement en profondeur de transformation des entreprises, notamment sur leur digitalisation, que ce soit sur les infrastructures ou sur la dimension commerciale, mais aussi une transformation des fonctions RH avec les changements liés au télétravail et à ce que cela implique sur l'engagement des collaborateurs. Des projets de

Romain Ohayon

- Romain Ohayon est associé au sein d'Andera Partners, qu'il a rejoint en octobre 2011 en qualité de Directeur de Participations.
- Il a auparavant exercé au sein de CDC Capital-Investissement, devenue Qualium Investissement, de 2000 à 2011. Romain Ohayon bénéficie d'un track record établi de 27 opérations. Il a activement participé au déploiement de Cabestan Capital, à travers notamment les investissements dans ERGET, EPSA-BUYPRO, Groupe GRIS et ACE Crédit, les 3 derniers ayant déjà été cédés avec des performances très élevées. Il accompagne actuellement plusieurs PME dans leur changement d'échelle, dont AlloDiagnostic ou encore La Vie Saine.
- Il est titulaire d'un Magistère Banque-Finance-Assurance et d'une Maîtrise d'Economie Appliquée de l'Université Paris-Dauphine.



rationalisations sont également en préparation sur la supply chain et la production, avec des approches *lean* pour optimiser les organisations, et des réflexions sur le footprint industriel et le sourcing. Toutes les fonctions sont concernées dans ce momentum de transformation qui devrait continuer à accélérer au cours des prochains mois. Je pense que vous le voyez aussi dans le conseil stratégique, il y a des cessions d'actifs, des revues de portefeuille... Les choses bougent. Les entreprises sont en train de travailler sur leurs budgets et leurs Business Plan et tout cela devrait se décanter au quatrième trimestre et en 2021.

Alban Neveux : Une phrase que l'on utilise souvent auprès de nos clients corporate et Private Equity, c'est une citation très célèbre : « il y a des décennies durant lesquelles il ne se passe rien, et il y a des semaines pendant lesquelles il se passe des décennies ». Elle nous vient d'un certain Lénine, et je trouve qu'elle résume étonnamment bien tout ce que nous sommes en train de vivre et de discuter autour de cette

table. Ce qu'il se passe aujourd'hui, c'est l'intégration extrêmement rapide de tendances préexistantes et qui sont les marqueurs du changement. C'est particulièrement frappant chez les corporates : alors que le Private Equity a été assez calme pendant les six derniers

“Cette crise a été un test de résilience, mais il est vrai que personne n'attendait une mauvaise performance des activités qui tournent autour du numérique.”

Romain Ohayon

mois, les corporates ont très vite repris le dessus. Et ils se posent des questions passionnantes en terme de stratégie, qu'il s'agisse de la refonte des business model, de la stratégie industrielle et de son empreinte écologique, repenser la digitalisation, revue du portefeuille d'activités... Ils se posent d'un seul

coup des questions qui étaient sous-jacentes depuis un certain temps mais qui n'avaient pas eu l'occasion d'être mises sur la table. Or, la crise ne leur laisse plus le choix : il faut qu'ils avancent, le tout à une vitesse qu'on avait jamais vu auparavant.

Romain Ohayon : Mais est-ce que les plus gros corporates, qui manquent souvent d'agilité, changent leurs processus de décision ? Parce que pour aller vite, il faut aussi avoir un potentiel de décision très *lean*.

Alban Neveux : Justement, avant d'en arriver là le fait de tout repenser mais en évidence ce qui est inefficace mais aussi ce qui empêche l'entreprise de changer. C'est pour cela qu'on voit dans de nombreux groupes une refonte de l'organisation de tous les niveaux intermédiaires afin de gagner en agilité. Lors d'une conférence sur le post-covid, nous avons défini le modèle organisationnel qui avait le mieux résisté à la pandémie : il y a l'appui sur des fondamentaux solides, une diversification géographique et



Alban Neveux

- Alban Neveux est le directeur général du groupe Advention Business Partners présent à l'international avec ses bureaux en propre à New York, Shanghai, Dubaï, Londres et Paris.
- 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 intermédiaires. 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.

sectorielle, être très digitalisé, avoir des fonds propres... et aussi avoir de l'agilité, une capacité à réagir. C'est une condition soft mais clef.

Bertrand Falcotet : Cela concerne toutes les entreprises, mais arriver à être agile est plus ou moins simple selon les organisations et les individus.

MDA : Qu'en est-il des fonds ? Il y a aussi eu un changement au sein des participations ?

Alban Neveux : Les dirigeants qui étaient accompagnés se sont rendus compte de la valeur que les fonds avaient à travers l'accompagnement dont nous parlions tout à l'heure. Mais eux aussi ont remis en question leur pyramide managériale. Est-ce que j'ai les bons niveaux, est-ce que j'ai les bonnes personnes pour revisiter tout ça ? LES PME et ETI ont vécues la même séquence que les grands groupes.

Martin Naquet-Radiguet : Nous avons fait une étude avec France Invest pour comparer comment les

patrons d'ETI familiales et ceux d'ETI accompagnées par des fonds s'étaient entourés pendant la crise. Ceux accompagnés par des investisseurs financiers disaient avoir un soutien de la part des équipes des fonds qui les a

“Les dirigeants qui étaient accompagnés se sont rendus compte de la valeur que les fonds avaient à travers l'accompagnement.”

Alban Neveux

vraiment aidés à traverser la tempête, à trouver les bons conseils, à partager les meilleurs pratiques avec d'autres dirigeants... Les fonds ont aussi beaucoup contribué sur les questions d'optimisation du cash, notamment pour la mise en place des PGE et autres aides. Donc l'écosystème du Private Equity a vraiment joué son rôle de soutien des entreprises et de

l'économie pendant cette période.

Romain Ohayon : Et il n'a peut-être pas fini, parce qu'il y a de nombreuses échéances qui vont arriver. Nous n'avons pas encore mis la main à la poche.

Frédéric Mimoun : Pas encore mais ça peut arriver.

Romain Ohayon : Oui parce que malgré les accompagnements que nous avons pu faire ces six derniers mois, ce sera dans quelques mois que nous aurons de vrais chiffres et qu'il faudra peut-être faire des arbitrages. Je ne l'espère pas, mais notre rôle n'est pas encore terminé.

MDA : En parlant de ça on a vu Equistone remettre la main à la poche pour sauver Novares en temps record, et là effectivement le rôle du Private Equity a été salué par tous.

Alban Neveux : Cela va être un test pour le monde du Private Equity entre les acteurs qui ont eu les «

Olivier Aubouin

- Olivier Aubouin est associé dans le département Corporate & Securities de Mayer Brown à Paris. Olivier intervient en matière de fusions-acquisitions et de pratiques transactionnelles dans le cadre d'opérations de leveraged buy out dans un grand nombre de secteurs industriels et financiers. Son expérience couvre aussi le droit boursier et les marchés de capitaux.
- Olivier conseille une clientèle composée de sociétés et de fonds d'investissement à l'occasion de leurs prises de participation dans des sociétés cotées ou non cotées ainsi que dans le suivi de leurs investissements. Il a notamment acquis une expérience importante en matière d'opérations de retrait de cote. Olivier intervient également auprès de sociétés industrielles françaises ou étrangères, et plus particulièrement auprès de sociétés cotées, dans leurs opérations d'acquisition, d'offres publiques, de rapprochement ou d'émission de titres. Olivier est régulièrement distingué par Legal 500.



bonnes attitudes » et ceux qui ont été un peu plus rock'n'roll. Beaucoup d'entrepreneurs et de futurs cédants vont regarder ce qu'il se passe et je pense que cela restera dans les mémoires.

MDA : Quand voyez-vous arriver cette deuxième phase ? Dès la fin des PGE ?

Frédéric Mimoun : En l'occurrence il va falloir qu'on arbitre entre garder le PGE ou le rembourser, mais le problème c'est que personne n'a de boule de cristal et ne peut dire jusqu'à quand cette crise va durer, et jusqu'où elle va nous amener en terme de difficulté sur les activités, et notamment si on doit reconfiner avant la fin de l'année.

Alban Neveux : Beaucoup de dirigeants que nous avons pu rencontrer disent attendre février 2021 pour avoir l'année complète et les sorties de comptes, ce qui permet, mécaniquement, de voir le vrai niveau de la mer et de prendre les décisions qui s'imposent.

Martin Naquet-Radiguet : D'autant qu'il faut prendre en compte la fin des dispositifs d'aide, qu'ils soient progressifs ou pas. Encore aujourd'hui, on a des dispositifs de chômage partiel qui permettent à beaucoup d'entreprises de continuer à flotter.

“Dès le moment où nous nous sommes rendus compte qu'il y avait toujours une très forte concurrence autour des beaux actifs, on est revenu à des conditions juridiques similaires à la situation d'avant-crise.”

Olivier Aubouin

Bertrand Falcotet : Et pour revenir sur le management, la crise a été tellement violente qu'il a fallu faire avec les équipes en place. Nous n'avons pas vu de changements dans

les équipes de management, mais cela ne veut rien dire pour l'avenir. Nous allons désormais rentrer dans une seconde phase qui risque d'être un peu plus compliquée pour certains et c'est là qu'on va voir le phénomène d'usure des équipes évoqué par Alban. Est-ce que l'engagement des directions sur tous les sujets de transformation sera assez fort, est-ce qu'il y aura de la solidarité, est-ce que les entreprises ont les équipes adaptées pour mener ces projets à bien ? Là encore il va falloir que les fonds soit aidant avec leurs participations. Pour prendre une image nautique, les entreprises sont engagées dans un vaste Vendée Globe économique, mais contrairement aux marins qui s'engagent dans cette formidable aventure, peu d'équipages étaient volontaires et entraînés pour affronter la tourmente actuelle. Il faut donc un vrai relais de la part des fonds pour aider les dirigeants à affronter la seconde tempête qui arrive, même pour les sociétés dites résistantes.

MDA : Sur les stratégies d'investissement, on a vu que beaucoup s'occu-



Bertrand Falcotet

➤ Bertrand Falcotet est associé de VALTUS. Il a débuté sa carrière dans l'audit chez Matra Hachette et Arthur Andersen. Il occupe très vite des fonctions de direction opérationnelle dans des contextes de build-up, de LBO et de retournement (Cauval Industrie, Cheminées René Brisach, Labinal...) avant d'intégrer un fonds de capital investissement. En 2005, il rejoint DI Finance, l'un des cabinets pionniers du management de transition en France. Depuis 2008, il est Associé de Valtus où il contribue au développement du cabinet, en charge notamment de l'accompagnement des PME/ ETI et du Private Equity.

➤ Parcours : Audit chez Matra Hachette puis Arthur Andersen / Direction du Contrôle de Gestion chez Cauval Industrie / Direction Financière puis Opérationnelle des Cheminées René Brisach, société sous LBO / Contrôle financier international au sein de Valéo-Syléa / LBO et capital développement chez CIC Finance / Associé VALTUS : management de transition sur l'ensemble des fonctions Comité de Direction.

paient de leurs participations, mais il y a aussi des mouvements en cours. Frédéric, il me semble que vous êtes sur de nouveaux dossiers ? Vous voyez des opportunités ?

Frédéric Mimoun : En effet, en dépit du lock-down en mars dernier, nous avons poursuivi nos efforts de recherche de cibles – certes de façon plus digitalisée qu'auparavant – et nous sommes actuellement en exclusivité sur deux dossiers : un nouvel investissement potentiel via une opération primaire en région auprès d'un éditeur de logiciels sur une niche de marché et une opération de build-up dans l'IoT sur une de nos participations dans le fonds de 3^{ème} génération actuellement en cours de déploiement, depuis 1 an et demi. Si nous concluons ces investissements, le fonds serait ainsi porté à 40% de déploiement. En parallèle de cette activité front, nous avons intensifié nos échanges sur le suivi des participations auprès de nos investisseurs, via des communications régulières (quasiment

tous les 15 jours) en suivant un process structuré d'analyse type RoadMap tant sur les éléments opérationnels (diversification business, onboarding collaborateurs, intensification de la prospection commerciale, recherche

“Les entreprises sont en train de travailler sur leurs budgets et leurs Business Plan et tout cela devrait se décanter au quatrième trimestre et en 2021.”

Bertrand Falcotet

active de build-up afin de consolider des secteurs sinistrés ou non) que financiers (réduction du point mort, restructuration au cas par cas, accès aux prêts gouvernementaux, suivi précautionneux du cash, échanges réguliers avec les banques partenaires, analyse plus fine de certains KPis)

Les clients – tant institutionnels que physiques – ont répondu présent à ces échanges et ont salué ces communications structurés dans un langage vrai et transparent tant sur des sujets compliqués d'opportunistes issus de la crise économique issue du Covid.

MDA : Même type de relation avec les LPs chez Andera ?

Romain Ohayon : Nous avions nous aussi un point régulier avec nos LPs, avec aussi un code couleur; Ils étaient évidemment très inquiets, et je pense que nous n'avions pas toujours toutes les réponses à leur apporter, mais ce qui comptait pour eux étaient de savoir que nous nous occupions bien de nos participations, que nous avions des roads map, des remontées d'info, de sentir que nous étions proches des équipes de direction. Eux-mêmes ne savaient rien de ce qui allait se passer donc le présent était l'important. Je pense que cela a renforcé les relations avec nos LPs les plus importants, qui

étaient en première ligne. Sur le point des équipes, je trouve que la crise a été assez révélatrice. On savait déjà quelles équipes étaient les plus performantes, et la crise a conforté notre vision. Je pense que c'est pareil partout, même si sur nos 15 lignes il est difficile de tirer de vraies statistiques. D'ailleurs on a pas eu de grande révélation sur des équipes de management, que cela soit en bien ou en mal. Les entreprises qui avaient des organisations un peu fragiles ont eu un peu plus de mal à se réadapter.

MDA : Et comment vous avez géré le co-investissement sur les participations ? Est-ce que les co-investisseurs sont plus présents ?

Bertrand Falcotet : Mon retour d'expérience en tant qu'opérationnel ayant vécu de nombreuses situations de multi-investisseurs, est qu'il faut qu'il y ait un investisseur lead. Il n'y a rien de pire que d'avoir tous les co-investisseurs qui se mêlent du dossier - et encore plus lors d'une crise aussi sévère. Il vaut mieux avoir un lead, avec une interface entre les différents fonds après pour se coordonner.

Frédéric Mimoun : Je suis d'accord avec toi, Bertrand. Etant donné que nos co-investisseurs sont dans l'écrasante majorité nos clients, nous avons une relation très étroite.

Olivier Aubouin : Et sur les deals en cours, quels type de réaction ont eu vos LPs ? Ils ont été plus intrusifs que d'ordinaire?

Frédéric Mimoun : Non, pas du tout. Comme on se voyait tous les quinze jours pour parler des participations et du deal flow, ils avaient déjà une actualisation de tout ce que nous faisons. Ils étaient assez satisfaits du fait que nous les abreuviions d'informations et que nous fassions preuve d'honnêteté en disant qu'il y a des choses que nous ne savions pas. Cela a donc renforcé les liens entre

LPs et GPs. Ce n'est plus juste un mandat de gestion, c'est une relation de confiance qui s'est installée.

MDA : On a déjà un peu parlé du sujet des valorisations, mais j'aimerais savoir s'il y a eu des ajustements sur les valorisations pour des deals en cours ou en fin de process ?

Alban Neveux : Au-delà de ce qu'on s'est dit tout à l'heure, la difficulté aujourd'hui repose dans l'incapacité à évaluer les niveaux de performance. On est dans une situation très bizarre : l'année 2019 n'est plus référence, l'année 2020 est absurde et l'année 2021 est imprévisible. Donc on se retrouve avec une séquence de trois ans qui est complètement illisible, et ça ne facilite pas le calcul des valorisations. Pour contourner le problème, nous avons classifié les entreprises dans quatre catégories. D'abord, il y a les activités qui ont sur- ou sous-performer de manière artificielle. C'est, par exemple, un de nos clients dans la cosmétique qui s'est mis à faire du gel hydroalcoolique, et dont le chiffre d'affaires a explosé. Plus généralement, ce sont des entreprises, généralement des ETI, qui se sont lancées dans des activités liées à la protection, avec des chiffres d'affaires qui ont fait +50% ou +60%. Ensuite, il y a ceux qui ont eu une perte sèche - donc des secteurs comme de l'événementiel, la restauration... C'est perdu et il n'y a rien à récupérer. La troisième catégorie concerne les sociétés où il y a eu un phénomène de rattrapage parce qu'il y a eu un moment de re-consommation très fort du côté des ménages, dans l'électroménager par exemple. Et enfin la dernière catégorie englobe les entreprises que nous appelons normalement décrantées : la crise a structurellement changé leur secteur, et ils ne seront jamais plus les mêmes. Un exemple criant est le voyage d'affaires, dont la perte d'activité n'est plus liée à la conjoncture. Les entreprises ont changé leur façon de travailler et vont voyager beaucoup moins, qu'il s'agisse



de PME, ETI ou grands groupes. On le voit avec eux de l'intérieur : ils voyagent deux à trois fois moins, font des économies...

Romain Ohayon : Le besoin actuel de déploiement de la profession fait qu'effectivement les prix tiennent, parce que nous valorisons la croissance mais également la résilience, et nous sommes prêts à payer des prix élevés pour ces deux aspects. En un sens, les rendements pourraient être plus faibles, mais avec également moins de volatilité ce qui est logique dans un moment qui reste tout de même assez incertain. D'ailleurs, le besoin de déploiement pourrait même être plus fort qu'avant la crise puisque les LPs seraient prêts à renforcer les allocations. Je voudrais rajouter aussi un point sur la valorisation de nos portefeuilles, puisque Alban mentionnait les aspects de « prix » qui correspondent en fait à la matérialisation de ces valorisations par le marché. Nous valorisons régulièrement nos portefeuilles, et c'est un sujet qui est assez problématique aujourd'hui car nos méthodes classiques ne sont plus vraiment applicables.



MDA : Il y a toujours l'option des comparables boursiers ?

Romain Ohayon : Plus facilement sur le Mid et Large cap, mais c'est une méthode qui montre certaines limites sur le Small cap.

MDA : Et dans la façon de penser, beaucoup de choses ont changé ? Je pense notamment à l'ESG.

Bertrand Falcotet : Nous constatons un véritable changement de valeurs et de référentiels qui est universel. La relation au travail, son sens, l'engagement, l'ESG... Tout cela bouge très vite. Il y a aussi, je pense, une prise de conscience des aspects sanitaires et écologiques qui va en s'accroissant dans les entreprises, avec les impacts durables que cela a sur des secteurs comme l'aérien, la location de voitures, l'hôtellerie... Ces phénomènes de fond sont majeurs et touchent non seulement les entreprises mais aussi les individus dans leur comportement quotidien. Et surtout c'est universel : nous avons la chance d'avoir pas mal de missions à l'étranger, notamment en Asie et au Moyen-Orient, et même si les réactions des gouvernements sont différentes selon les pays, le phénomène touche le monde entier.

Lors du dernier meeting international de Valtus, nous avons bien vu qu'il y avait des tendances communes aux 15 pays présents qui se sont renforcées ces derniers mois, et ça c'est unique.

Martin Naquet-Radiguet : En effet. C'est pareil sur l'ESG. On peut se dire que c'est la conscience écologique de chacun, mais nous avons beaucoup travaillé sur le sujet et ce dont nous nous sommes rendu compte c'est que lorsqu'une entreprise ne fait rien en terme d'ESG, en vérité elle détruit de la valeur. Donc dans l'ESG, il y a d'abord un certain nombre de choses à faire pour simplement préserver la valeur, et puis il y a une seconde étape qui est de pousser la stratégie ESG pour créer de la valeur. Et aujourd'hui c'est particulièrement vrai dans le Private Equity.

Les LPs ont cette conscience là et cela a encouragé beaucoup de fonds à s'emparer de cette démarche, qui au final n'est pas que philanthropique, elle est aussi économique parce que créatrice de valeur.

MDA : Eurazeo PME avait fait une évaluation de ce que l'ESG avait permis d'économiser sur 5 ou 6 entreprises, et ils arrivaient tout de même à 6 millions d'euros. C'était

il y a deux ans, mais c'est déjà substantiel.

Martin Naquet-Radiguet : Absolument, mais l'inconvénient c'est que ce n'est pas simple à mesurer car il n'y a pas encore de standards.

Bertrand Falcotet : Un autre point qui est fondamental dans cette période, c'est d'incarner ce type de sujet. Le discours commercial et marketing sur l'ESG, qui est tout de même assez répandu, aujourd'hui ça ne passe plus du tout si ce n'est pas incarné.

Alban Neveux : Mais il y a des groupes qui le font très bien. L'Oréal, par exemple, a une démarche extrêmement engagée sur l'ESG qui est une réalité partagée à tous les niveaux de l'entreprise. C'est assez impressionnant parce que cela change complètement les comportements et les prises de décisions à l'intérieur de l'entreprise, que ce soit dans la conception des produits, la façon de conduire le business...

MDA : Et pour les fonds ?

Alban Neveux : On commence à voir des résultats chez certains fonds. Au début cela tenait plus de l'image pour



faire plaisir aux LPs, mais ce qu'on voit nous aujourd'hui c'est de l'impact investing, qui est peut-être un meilleur terme que l'ESG pour les fonds. L'ESG a un côté plus réglementaire, compliance, là où l'impact investing concilie la notion d'investissement avec l'impact sociétal de l'ESG, ce qui permet d'avoir des éléments mesurables sur le plan du business. Toute la clef, c'est d'arriver à intégrer des éléments de mesure réels. Il y a des choses qui se font, mais cela reste encore assez expérimental.

Romain Ohayon : Ce n'est pas encore très uniforme, même du côté des institutionnels ou de France Invest.

Alban Neveux : Non, il y a des principes indicatifs, mais le corpus est en train de s'imaginer et de se créer. C'est quelque chose que nous testons avec pragmatisme avec un certain nombre de fonds.

MDA : Romain, Andera travaille sur ce sujet depuis quelques temps il me semble ?

Romain Ohayon : Absolument. Nous sommes en train d'avancer sur ces sujets. Comme beaucoup de fonds, nous avons commencé à travers la

demande des LPs et nous avons intégré ces sujets au fur et à mesure. Aujourd'hui nous avons de nombreux collaborateurs en interne engagés de près ou de loin sur ce thème de l'ESG et de l'impact investing.

MDA : Cela intéresse beaucoup la jeune génération ?

Romain Ohayon : Pas seulement, les plus seniors aussi se rendent compte que les enjeux dépassent l'aspect sociétal et de bonne conscience, et que cela touche aussi aux aspects financiers, d'où le besoin de mesure dont nous parlons. Cet aspect est devenu nécessaire pour prendre des décisions. Mais dans tous les cas, la prise de conscience a été collective et ce sont désormais des sujets sur lesquels nous accélérons : nous sommes désormais carbone-neutre en tant que société de gestion et nous poussons notre portefeuille à devenir carbone-neutre également. Cela se fait bien sûr en bonne coordination avec les managers et dirigeants, qui ne sont pas tous au même niveau sur ces sujets. Comme nous aimons à le dire chez Andera, nous sommes passés de l'ère du *tell me* à celle du *show me*, il faut montrer ce qui est fait. Cela veut dire documenter, mesurer... Nous travaillons avec la

plateforme Reporting 21, qui nous aide à gérer nos campagnes de reporting et à améliorer nos processus d'analyse en la matière.

MDA : Frédéric, dans vos participations il y a de la rénovation énergétique. C'est un sujet assez prégnant sur ce thème ?

Frédéric Mimoun : Effectivement, nous avons fait Batiweb il y a trois ans en minoritaire, qui est une plateforme digitale d'intermédiation entre des demandes de devis et rénovation et des professionnels de l'artisanat et des grands comptes. Les incentives financiers auprès de la rénovation énergétique est un stimulus que l'on n'avait pas prévu avec le Dirigeant et qui a accéléré encore un peu plus la croissance de l'activité de Batiweb à deux chiffres en organique. Côté construction de maisons individuelles, nous avons observé une tendance similaire auprès de Demeures de la Côte d'Argent et Clairlande que nous accompagnons en Nouvelle Aquitaine. Nous réfléchissons activement à tisser des partenariats avec des artisans experts dans la rénovation énergétique afin de monétiser la base clientèle installée du Groupe qui enregistre des taux records de satisfaction clients à plus de 98%,



ce qui est excessivement rare dans la profession ! D'ailleurs, Demeures de la Côte d'Argent étant le seul constructeur de Nouvelle Aquitaine disposant de la norme HQE Habitat voit ses prises de commandes en forte croissance – preuve probablement d'une prise de conscience sociétale forte.

MDA : Martin, PwC est leader sur les transactions LBO, est-ce que les due diligence ESG sont désormais automatiques ?

Martin Naquet-Radiguet : Les due diligence sont à peu près systématiques aujourd'hui, mais plutôt du côté acheteur, pas forcément chez les vendeurs. On a conscience qu'il faut faire quelque chose, parce qu'on voit en voit de plus en plus en VDD, mais ce n'est pas encore systématique. Je pense par contre que dans deux trois ans ce sera monnaie courante.

Bertrand Falcotet : Ce qui est compliqué c'est l'évaluation. Pour le vivre souvent de l'intérieur des entreprises, c'est difficile à déterminer s'il n'y a pas une incarnation du sujet dans toute l'organisation. Il faut que cela descende dans l'ensemble du corps social. C'est à cette condition que l'ESG crée vraiment de la valeur. Mais ce n'est pas évident à évaluer

en début de processus, on ne se rend vraiment compte des résultats qu'après deux à trois ans. Pascal Demurger, le Président de la MAIF, explique d'ailleurs très bien qu'il faut parfois savoir prendre des décisions négatives pour la rentabilité court terme pour en récupérer les fruits à moyen et long terme.

Alban Neveux : Mais in fine elle se retrouve en création de valeur parce que l'image du groupe et de ses produits est améliorée et répond à la pression et aux attentes des consommateurs, qui sont extrêmement fortes. Si on ne le fait pas ça devient de plus en plus négatif et donc destructeur de valeur.

Martin Naquet-Radiguet : Cela ce ressent le plus sur la topline de par les comportements clients et / ou consommateurs. Et ce n'est pas vrai que pour le B2C, cela impacte aussi beaucoup le B2B.

Alban Neveux : Cela vient plus lentement en B2B. C'est effectivement en train de s'y développer, mais c'est encore naissant comparé au B2C. Mais cela va se développer de la même manière.

Martin Naquet-Radiguet : Et ça se voit de plus en plus sur toutes les

dimensions ESG. Un exemple, c'est un fonds international qui nous a dit que pour travailler avec eux, il fallait que les équipes des conseils soient mixtes avec une proportion d'au moins 25% de femmes dans l'équipe. C'est la première fois que nous avons une demande de ce genre.

Bertrand Falcotet : C'est un sujet important. Nous avons participé l'an dernier au jury des jeunes talents féminins du Private Equity de France Invest. Cela m'a permis de me rendre compte qu'il y a encore du travail à faire sur ces sujets, ce n'est pas encore naturel. La mixité managériale progresse, mais reste insuffisante. Concernant VALTUS, nous avons plus de managers femme en mission que la moyenne des femmes dirigeantes dans les entreprises, notamment parce qu'elles sont très efficaces. Concrètement, quand vous mettez une femme au sein d'une équipe de direction très masculine, cela disrute les relations et les manières de travailler. Et comme par ailleurs nous avons beaucoup de femmes très compétentes qui s'intéressent au management de transition, elles ont un taux de réussite en mission excellent.

MDA : Et il y a des jeunes femmes qui sont intéressées par le métier ?

Romain Ohayon : Plus qu'avant, mais pas assez à mon sens, car atteindre la parité en termes d'embauche supposerait de l'avoir en termes de candidature, ce qui n'est pas le cas.

Frédéric Mimoun : C'est dur de trouver de bons profils, surtout senior. On a récemment recruté deux jeunes analystes, ce qui est bien pour l'équipe puisque nous sommes cinq, mais côté direction on avait une jeune femme qui nous accompagnait mais qui est finalement passé du côté outsourcing et relations investisseurs.

Bertrand Falcotet : Pour compléter, nous avons la chance chez VALTUS

d'avoir comme actionnaire Généo, un des rares fonds dirigé par une femme.

Alban Neveux : Il y a aussi Eurazeo.

Romain Ohayon : Et Ardian.

Bertrand Falcotet : Il y a également Educapital...et des first-time fund en cours de levée. C'est en développement.

MDA : Pour revenir sur l'actualité, si vous deviez tirer des leçons de la crise, à la fois en interne et auprès des participations ?

Alban Neveux : Il y a des choses que nous avons déjà dites, sur l'accélération des changements. La difficulté, on l'a dit, c'est de prévoir ce qu'il va se passer; Je pense de mon côté qu'on va s'habituer demain à des modes de management encore plus agiles qu'auparavant. En parallèle de la crise sanitaire, la pandémie a créée une économie réelle qui peut s'arrêter à tout moment. On voit bien que depuis on est dans une sorte de *stop-and-go* : c'était très brutal en mars-avril avec une mise en coma artificiel de l'économie mondiale, et on voit bien que l'on est en train, collectivement dans le monde, des reconfinements partiels au Canada, en Israël, en Espagne et sans doute bientôt en France. On le disait tout à l'heure, il y a toujours eu des cycles économiques, et en général on savait peu ou prou ce qui allait se passer. Là c'est différent parce qu'ils ont une nature exogène brutale du fait qu'il s'agit de décisions gouvernementales qui nous tombent dessus comme la foudre, on ne peut rien y faire. Et cela rend le pilotage des affaires assez compliqué, d'où la nécessité d'être encore plus agile dans son management - et ça c'est à court terme. Avant je voyageais quasiment toutes les deux semaines parce que nous avons des bureaux à Shanghai, à Dubaï, à Londres et d'autres pays. Aujourd'hui, et les dirigeants que je rencontre vivent la même chose, on a l'impression d'une horrible frustration



sur ces sujets. Le télétravail permet certes de faire beaucoup de choses, mais néanmoins il y a au bout d'un temps un assèchement de la façon dont on comprend le monde, les cultures et dont on interagit avec des nouveaux clients et nouveaux contacts. Donc il faut que ça reprenne un petit peu. Une phrase que j'aime bien, c'est « la seule fonction de la prévision économique, c'est de rendre l'astrologie respectable », de l'économiste John Kenneth Galbraith. De façon structurelle cela a toujours été un exercice difficile, mais aujourd'hui c'est un exercice encore plus dur parce qu'on a toute une série de paramètres complètement nouveaux que personne dans nos métiers, du plus aguerri au plus jeune, n'a jamais connus.

Martin Naquet-Radiguet : Ce que tu dis c'est que les forces qui impactent la macroéconomie aujourd'hui sont considérables. On ne sait pas à quelle vitesse cela va aller, s'il va y avoir du *stop-and-go*, mais il y certainement un renversement du paradigme. On était dans une mondialisation de plus en plus rapide, et on se retrouve d'un coup avec un repli sur soi, avec tous les acteurs publics et privés qui se penchent sur des options de relocalisation de certaines productions et sur une refonte de la supply chain...

Mettre tout ça en perspective en gérant un business ou pour investir dans un business dont on ne sait pas comment il va se porter dans les prochains mois, c'est plus un challenge colossal. Après il faut aussi regarder les choses en relatif : aujourd'hui, où est-ce que les investisseurs qui ont de l'argent peuvent investir ? Le Private Equity a toujours surperformé les autres classes d'actifs, et il t'a démontré encore une fois qu'il avait la capacité d'avoir des équipes de management d'un calibre qui permet aux entreprises de mieux traverser les tempêtes.

MDA : Et au niveau des équipes ?

Martin Naquet-Radiguet : On s'aperçoit qu'on a un vrai défi pour réembarquer les équipes, notamment les plus jeunes. Il faut trouver le bon équilibre entre télétravail et présentiel, il faut repenser nos façons de travailler. Et ce n'est pas une sinécure, c'est le moins qu'on puisse dire !

MDA : Romain, quelles leçons chez Andera Partners ?

Romain Ohayon : Romain, quelles leçons chez Andera Partners ?

Romain Ohayon : Je pense qu'il est encore un peu tôt pour tirer des



leçons définitives, mais c'est vrai que le renforcement de l'agilité de notre organisation a été impérieux. Nous avons évidemment poussé le télétravail, ce qui était assez novateur dans nos métiers, même si au final nous nous sommes tous très vite adaptés à ce fonctionnement. Je rejoins aussi ce qui a été dit sur les jeunes, dont la quête de sens a été réaffirmée par cette crise, avec une réflexion forte sur le rapport qualité de vie/ travail. Au final, je dirais qu'il faut rester humbles et concentrés, nous ne sommes pas encore au bout de tout cela. Le renforcement de la relation avec les LP's est très rassurant puisqu'ils nous disent qu'ils veulent augmenter leurs allocations dans la classe d'actifs. Donc si notre corporation continue à faire son travail d'allocation et de sélection comme elle l'a toujours fait, nous devrions bien nous en sortir - relativement à d'autres secteurs... D'ailleurs, nous estimons tous que le millésime qui arrive en termes d'investissement devrait être bon puisque des crises naissent toujours des opportunités.

MDA : Les valorisations n'ont pas baissées par rapport à d'autres crises.

Romain Ohayon : Parce qu'on évoque surtout pour l'instant les très beaux actifs, mais le deal flow va se rouvrir de façon plus large. Il n'y aura pas que des actifs magnifiques, il y aura également des opérations « intelligentes » à réaliser. Nous n'y sommes pas encore, mais ça vient doucement, je pense en début d'année prochaine. C'est là que nous devrions rencontrer les opportunités que nous anticipons tous.

Alban Neveux : Le Private Equity a en effet cette chance inouïe, si on est optimiste : nos savoirs-faire vont avoir encore plus de valeur demain; Ce que je veux dire par là, c'est que la macro ne suffit plus pour prendre de bonnes décisions. On a bien vu certains modèles être étiquetés « Covid-résistants » et qui ne l'ont pas été; Parfois, dans un même secteur,

une entreprise s'effondrait pendant la crise pendant qu'une autre survivait et rebondissait d'autant plus. C'est une différence de paramètres internes, et tout le talent du Private Equity est de faire du cherry-picking en analysant des objets d'investissement singuliers dans des secteurs uniques, avec un management, un business model et une stratégie. Et demain justement cela sera encore plus important.

Romain Ohayon : Cela revient presque à cautionner la prime à la sélectivité pour aller chercher des actifs qui ont un peu souffert, qui sont en recherche de redémarrage et sur lesquels nous pourrions peut-être faire des acquisitions intéressantes parce qu'elles ne se paieront pas 15 fois l'Ebitda.

Bertrand Falcotet : En cohérence avec ce que vient de dire Alban, c'est malheureusement une crise qui va accentuer les inégalités, et cette capacité de sélection des fonds de Private Equity va leur permettre d'être mieux positionnés à l'avenir. On dit toujours que c'est plus facile de transformer une entreprise en période de crise : là on a un momentum unique, même si cela va être compliqué. Tout le monde est confronté à la même crise, et donc toutes les entreprises se transforment en même temps. Quand vos clients, vos fournisseurs changent, c'est aussi plus simple pour vous de changer parce que tout votre écosystème est dans la même démarche. C'est positif mais aussi complexe, et là il va y avoir un besoin d'accompagnement des individus et des organisations, parce que nous savons tous que l'être humain n'est pas fait pour le changement rapide. C'est la vraie interrogation qu'on peut avoir : quelle est la capacité de nos sociétés à s'adapter à ces changements ?

MDA : Olivier, de votre côté ?

Olivier Aubouin : Nous sommes tous revenus en présentiel. Dans les enseignements positifs de la crise, je



mettrais le fait d'être passé d'un monde où nous faisons tous nos closings en présentiel avec 50 personnes dans la salle à un monde où il a fallu clore des transactions de manière totalement virtuelle et sans papier. Même si nous avons déjà une bonne expérience de la signature électronique, elle restait assez anecdotique pour les closings de LBO. Nous avons dû apprendre en accéléré, ce qui était très générateur de stress, notamment, quand il y avait des bugs informatiques au niveau du logiciel. Quand vous utilisez un logiciel de signature électronique tout est horodaté et cela implique de suivre un ordre précis et minuté de signature, si bien que le moindre fichier de signature qui prend du retard décale la signature de tous les fichiers suivants et retarde l'ensemble du closing. Aujourd'hui on sait le gérer et, même si je doute que le "tout virtuel" devienne la norme, c'est une pratique qui a du bon et qui risque malheureusement d'être encore nécessaire dans les mois à venir, et même au-delà pour limiter le papier et fluidifier certains aspects des closings avec beaucoup de signataires. Le virtuel n'est cependant pas encore parfait parce qu'il y a encore beaucoup de contraintes pour avoir l'équivalent d'une signature manuscrite en terme de force probante. La contrainte de l'horodatage couplée au processus d'identification alourdit le processus et rend les timings d'envoi des flux parfois difficilement tenables sur les grosses opérations. En résumé, hors contexte sanitaire, il est encore un peu tôt pour que le "tout virtuel" devienne la norme malgré ses vertus : gain de temps sur les déplacements, sur l'organisation, sur la consommation de papier... Cela manque aussi de convivialité, pour un événement important sur le plan humain qui marque en général le début d'une nouvelle aventure et la fin de la précédente. Idem sur le travail à domicile. Comme cela a été dit, les jeunes sont très friands du télétravail et lorsque nous sommes revenus en présentiel et que nous pensions ne plus revivre de confinement, ils ont

rapidement demandé à mettre en place une flexibilité avec du télétravail. Sur les enseignements du transactionnel, on s'attendait beaucoup en période de confinement à voir une révolution sur le plan des conditions juridiques du fait de l'imprévisibilité, que nous devons essayer de couvrir. On voyait venir des ajustements de prix et des garanties d'actifs du côté acheteur. Cela va peut-être changer en début d'année prochaine quand il y aura de moins beaux actifs sur le marché, mais en attendant on reste sur un marché très pro-vendeurs. Et d'ailleurs, il y a presque une tendance à mettre encore moins de conditions qu'avant parce que certains acheteurs ont essayé de se retirer de certains deals signés pendant le confinement, si bien que certains vendeurs veulent s'assurer que l'opération sera réalisée quoiqu'il arrive, notamment sur les deals très concurrentiels. Il y a une vraie inquiétude des vendeurs non-fonds.

Alban Neveux : C'est vrai que cet accent mis sur la volonté de garder les rênes sur la réalisation de l'opération a pris une importance colossale.

Olivier Aubouin : Il y a eu quelques exemples qui ont inquiété, mais la plupart ont pu être réglés par de la renégociation. Mais quelques cas sont allés très loin, dont quelques uns en contentieux, avec un résultat probablement différent de celui que le marché escomptait.

MDA : Merci à tous. ■

