



Edition : **Novembre 2024 P.6-9**  
 Famille du média : **Médias professionnels**  
 Périodicité : **Mensuelle**  
 Audience : **90000**  
 Sujet du média : **Banques-Finance**



Journaliste : **Coralie Bach**  
 Nombre de mots : **2693**

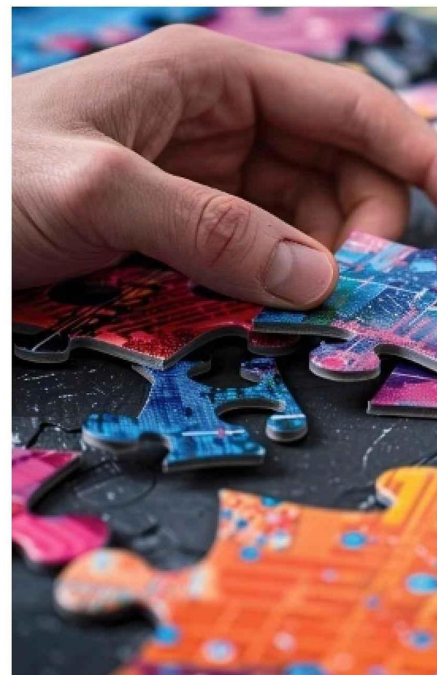
**FOCUS**

# Banques d'affaires La tech, toujours moteur du M&A

Initialement réservé à des boutiques spécialisées, le secteur de la tech est devenu ces dernières années l'une des activités phares des banques d'affaires. Malgré le ralentissement des transactions, les sociétés technologiques continuent d'animer le marché des fusions-acquisitions. Alors que les acquéreurs, plus aguerris, se montrent plus exigeants, les banquiers conseils retrouvent une place centrale dans les process.

**A**vec 189 deals comptabilisés en France par LSEG (ex-Refinitiv) sur les neuf premiers mois de l'année, sur un total de 950 transactions, la tech demeure le premier moteur du marché du M&A. « Nous attendons un pipe d'opérations encore assez important dans la tech car cette dernière fait partie des quelques secteurs dans la focale des investisseurs financiers », constate Marc Walbaum, responsable du M&A pour la France chez BNP Paribas CIB. Le mouvement de digitalisation de l'économie et le développement de l'intelligence artificielle encouragent les financiers comme les industriels à poursuivre leurs investissements dans ce secteur. Leur recherche a néanmoins évolué. Les fintechs et les sociétés d'e-commerce ont ainsi laissé place aux logiciels B-to-B. « Au sein de ce marché, certains acquéreurs préfèrent les solutions verticales, centrées sur les besoins d'un secteur spécifique, témoigne Thibaut

de Smedt, associé de Bryan, Garnier & Co, qui a accompagné le troisième LBO de l'éditeur de logiciels métiers Orisha valorisé 1,8 Md€ par Francisco Partners et TA Associates. Les marchés verticaux sont certes plus petits, mais moins concurrentiels que celui des éditeurs de solutions génériques qui font face aux gros acteurs américains. » Tous les modèles, y compris les généralistes, peuvent néanmoins séduire sous réserve de présenter certains atouts. « L'un des points à évaluer est le niveau de complexité à changer de solution pour l'entreprise utilisatrice, explique le banquier d'affaires. Cet aspect transparaît notamment dans le taux de rétention des clients. Plus ce dernier est élevé, mieux l'entreprise sera valorisée. » Autres expertises dans le viseur des acquéreurs : la cybersécurité et l'intelligence artificielle. Le fournisseur de services de cybersécurité Nomios a par exemple mis la main, en octobre dernier, sur le Britannique Dionach, formant un ensemble de près de 500 M€ de chiffre



Option Finance Le Mensuel n°9 - Novembre 2024

d'affaires. « Les industriels peuvent très bien valoriser des petites sociétés qui leur apportent une nouvelle brique technologique, en particulier dans l'IA », note le co-fondateur de Clipperton Stéphane Valorge. Le rachat par Safran de Prelegens, un éditeur d'une solution d'IA pour la défense et l'aérospatial, survenu cet été, illustre cet engouement. Le groupe du CAC 40 a valorisé la start-up 220 M€, un chiffre à mettre en regard avec les 35 M€ de chiffre d'affaires visés pour 2024. « C'est une technologie fondamentale qui va impacter toutes les chaînes de valeur », ajoute le conseil M&A.

### Des valorisations disparates

Les investisseurs ne sont pour autant plus prêts à acquérir des entreprises

innovantes à n'importe quel prix. « Auparavant, les industriels acceptaient d'acheter une société non rentable si celle-ci leur ouvrait un nouveau segment de marché ou de clientèle. Ce fut le cas, par exemple, des banques qui ont investi dans les fintechs, illustre Virginie Lazès, associée-gérante et co-responsable de l'équipe tech chez Rothschild & Co. C'est moins vrai aujourd'hui. Les grands groupes recherchent avant tout des sociétés en croissance et rentables. » L'application du principe de la « rule of forty » a d'ailleurs évolué. Selon cette règle, la somme des taux de croissance et de rentabilité doit être égale ou supérieure à 40 pour qu'une jeune pousse soit considérée comme un investissement prometteur. « Il y a

deux ou trois ans, une start-up qui faisait 30 % de pertes mais 70 % de croissance entraînait dans le spectre des investisseurs, explique Michael Azencot, associé chez Cambon Partners. Aujourd'hui, ces derniers recherchent plus un équilibre entre croissance et rentabilité. »

Les sociétés qui satisfont à cette équation peuvent prétendre à de belles valorisations. « En moyenne, les valorisations ont baissé mais elles restent élevées sur les très beaux actifs », appuie Philippe Englebert, gérant chez Lazard. Tous les professionnels du M&A mettent ainsi en avant une polarisation du marché entre des actifs cinq étoiles, désignant des entreprises rentables, en croissance et avec des revenus récurrents, et le reste des sociétés, majoritaires, pour lesquelles

*Dans le domaine des logiciels SaaS, les valorisations peuvent atteindre, pour les meilleurs, entre 20 et 25 fois l'Ebitda.*



### CAMBON PARTNERS, LE MULTI-SPÉCIALISTE DE LA TECH

« Nous aimons cette clientèle d'entrepreneurs qui correspond à nos origines », affirme **Michael Azencot**.

L'associé de Cambon Partners a rejoint le fondateur David Salabi dans cette aventure en 2005, moins de deux ans après la création de ce cabinet focalisé sur les « sociétés de la tech en forte



croissance » et couvrant des transactions valorisées entre 50 M€ et 500 M€. « Une fois la confiance installée, nous accompagnons généralement le dirigeant sur toutes ses opérations », poursuit Michael Azencot. C'est ainsi que le conseil, qui a assisté une cinquantaine de transactions l'année dernière, a épaulé le courtier d'assurances en ligne Santiane lors de sa levée de fonds auprès d'Isatis Capital en 2011 avant de le suivre dans les différentes évolutions de son actionariat avec Blackfin Capital Partners (2015), puis Latour Capital (2020).

Historiquement centrée sur les services IT, la boutique a au fil des années affûté son expertise en développant des verticales software, services financiers, travel tech, e-commerce, média digital/communication, et récemment santé. « Nous avons commencé par couvrir ce secteur par le prisme des solutions logicielles. Notre ambition est aujourd'hui beaucoup plus large, visant à couvrir la healthtech et les services », précise le banquier d'affaires. Une équipe de 62 collaborateurs, dont neuf associés, œuvrent désormais à Paris, San Francisco, Pékin et Londres auprès des entrepreneurs comme des fonds d'investissement. Cambon a ainsi conseillé MBO+ lors de son entrée récente au capital de Dayuse, une plateforme de réservations d'hôtels. Un expert en debt advisory, Laurent Neubauer, vient d'ailleurs d'être recruté afin de compléter le spectre d'intervention sur les opérations à effet de levier.

les transactions sont plus complexes. Les prix vont ainsi du simple au double entre les deux catégories, avec des valorisations pouvant tourner entre 20 et 25 fois l'Ebitda pour les meilleurs logiciels sur abonnement (dits SaaS), contre 8 à 10 fois l'Ebitda pour les actifs moins attractifs. « Les moyennes de valorisation ont peu de sens car les écarts types sont très importants, souligne Thibaut de Smedt. Tout l'enjeu est de démontrer que les caractéristiques de l'entreprise sont plus proches de celles des pépites que de celles du gros du marché. »

### Un rôle renforcé du banquier

Une mission à laquelle s'attachent les banquiers d'affaires dont le métier retrouve toute son utilité. La période faste où les offres étaient abondantes est terminée. Au niveau mondial, le volume d'opérations sur des sociétés technologiques a en effet chuté de 35 % entre le premier semestre 2021 et le premier semestre 2024, tandis que la baisse a été de 23 % pour la zone EMEA (selon le Global M&A Industry Trends 2024 de PwC). Les investisseurs, financiers comme stratégiques, se montrent plus prudents, réduisant de fait le nombre de candidats sur chaque dossier. « Les process sont plus longs et peuvent s'arrêter au moindre doute, constate

Virginie Lazès. Ce n'est pas spécifique à la tech, mais l'effet est accentué dans ce domaine. Désormais, quand une société souhaite se vendre, elle doit trouver le bon conseil en mesure de sérieusement préparer le dossier en amont et d'identifier tous les acquéreurs potentiels. » La place du banquier d'affaires est ainsi remise au centre du process avec une implication nécessairement plus forte que par le passé. « Les processus de vente très larges ne sont plus appropriés. Le conseil M&A doit donc savoir s'adapter et entrer dans le détail de chaque situation, témoigne Marc Walbaum. Il faut rester très proche des acquéreurs, répondre au plus tôt aux questions de fond qu'ils peuvent se poser et mettre en avant dans les négociations les équipes de management afin que leur prise de décision puisse se faire dans les meilleures conditions. »

Les particularités des sociétés innovantes, notamment les plus jeunes d'entre elles, viennent en outre ajouter une couche de complexité. « Beaucoup de cessions, et de plus en plus de levées de fonds de start-up, se réalisent auprès d'industriels, explique Philippe Englebert. Le rôle du banquier consiste alors à bien expliquer à l'acquéreur ce modèle de sociétés dont les structures de capital et les modèles de valorisation

sont spécifiques. » Impossible en effet pour une start-up, pas encore rentable, de se valoriser classiquement par un multiple d'Ebitda. « On s'appuie généralement soit sur le discounted cash flow qui consiste à fixer le prix selon les flux de trésorerie estimés futurs, soit sur la valorisation induite, en fonction de la dilution que l'entrepreneur est prêt à accorder » poursuit le banquier d'affaires. « Lorsque le secteur n'est pas mature, nous devons aller au-delà de la lecture financière du dossier, ajoute Stéphane Valorge. Il faut appréhender le potentiel de croissance, car la valeur de l'entreprise dépasse sa valeur financière à l'instant t. » C'est cette nécessité de dépasser l'analyse des chiffres pour évaluer la qualité d'une innovation qui a conduit progressivement les professionnels du M&A à se doter de spécialistes de la tech.

### Des conseils toujours plus nombreux

Les boutiques ont été les premières à se positionner, dès le début des années 2000, à l'image de Cambon et Clipperton, particulièrement actifs sur le marché, ou encore de Bryan, Garnier & Co et du Britannique Arma Partners. Mais face au développement du secteur, les conseils historiques ont à leur tour

## CLIPPERTON : LE SMID MARKET INTERNATIONAL COMME TERRAIN DE JEU

Fondé en 2003 par Nicolas von Bülow et Stéphane Valorge, Clipperton s'est tout de suite positionné comme un spécialiste de la tech et des sociétés de croissance. « Nous pensions que ces entreprises étaient à l'époque mal servies par les banques d'affaires traditionnelles », raconte Stéphane Valorge qui se définit lui-même comme un peu « geek ». « Ce sont des objets particuliers qui peuvent avoir des enjeux financiers démesurés par rapport à leur taille et leur rentabilité, et impliquent de ce fait une approche particulière », précise-t-il. Historiquement centré sur les levées de fonds et les cessions auprès d'industriels, le conseil couvre aujourd'hui tous les types d'opérations, y compris les LBO sur des sociétés plus matures. Il a d'ailleurs recruté à la rentrée une ancienne de Clearwater, Laurence



de Rosamel, pour monter une pratique debt advisory afin d'accompagner ses clients tant dans la recherche de sponsors que dans la recherche de financement.

Rassemblant une cinquantaine de collaborateurs, emmenés par cinq managing partners, la banque d'affaires est présente à Paris, Londres, Berlin, Munich et Amsterdam, et bénéficie également du réseau de Natixis, son actionnaire minoritaire depuis 2018. Une organisation qui lui permet de réaliser en moyenne une trentaine de deals chaque année, dont 60 % d'opérations transfrontalières. Avec un positionnement smid market, sur des opérations dont la valorisation s'étend de 50 millions à 500 millions d'euros, Clipperton a récemment accompagné l'éditeur d'une plateforme pour l'efficacité énergétique, Advizeo, lors de son adossement à l'industriel allemand Hager Group, la reprise en LBO de la solution de gestion de notes de frais Rydoo par Eurazeo, ou encore le rapprochement de deux experts de la cybersécurité, le Français Vade et l'Allemand Hornetsecurity.

manifesté leur intérêt pour ces transactions et la grande majorité des banques d'affaires revendiquent désormais une expertise sur les nouvelles technologies. « Tous les conseils ont souhaité prendre ce virage car la tech fait partie, avec la santé, des thématiques phares du M&A », remarque Michael Azencot. Les positionnements sont toutefois un peu différents. Les boutiques se concentrent majoritairement sur les transactions small et mid-cap. Les banques généralistes françaises ont pour leur part un spectre assez large, couvrant à la fois les petites transactions et les opérations upper-mid et large cap, tandis que les gros acteurs américains, comme Goldman Sachs ou Morgan Stanley, se focalisent sur le haut du marché.

L'organisation des équipes varie également selon les acteurs. Celle de BNP Paribas CIB, par exemple, se compose d'une trentaine de banquiers généralistes en France qui interviennent conjointement avec des experts sectoriels : « Ces experts entretiennent un dialogue sectoriel permanent avec les grands industriels et les fonds d'investissement » précise Marc Walbaum. Lazard a opté pour une approche similaire. « La tech représente plus un sujet de disruption et d'innovation qu'un secteur en tant que tel, argumente Philippe Englebert. Les acquéreurs sont d'ailleurs souvent issus de l'économie plus traditionnelle. » Si cet ancien conseiller de l'Élysée sur les sujets entreprises a été recruté en 2022 pour porter l'expertise tech, celle-ci n'est pas structurée autour d'un pôle dédié. La majorité des 200 banquiers parisiens sont généralistes avec néanmoins quelques associés référents par secteurs et typologies d'opération. « Nous avons

## ROTSCHILD & CO MISE SUR UNE APPROCHE GLOBALE ET INTERNATIONALE

Des spécialistes au sein d'un généraliste, c'est le choix opéré par Rothschild & Co. Si la banque de l'avenue de Messine suit depuis longtemps les sociétés technologiques, elle s'est affirmée sur ce secteur en 2018 avec la structuration d'un pôle dédié. Sur les quelque 1400 banquiers œuvrant au sein de 42 pays à travers le globe, près de 75 professionnels du M&A se focalisent aujourd'hui sur les sujets d'innovation. « L'équipe est intégrée au niveau international, avec une présence à la fois aux États-Unis, en Asie du Sud-Est et dans différentes places fortes européennes (Royaume-Uni, France, Allemagne, Scandinavie, Espagne, Italie) », souligne l'associée-gérante **Virginie Lazès**. Cette fine connaisseuse de la tech, qui a passé sept ans chez Bryan, Garnier & Co, a été recrutée en 2015 pour renforcer l'expertise du conseil dans ce domaine, avant d'être nommée, trois ans plus tard, co-head de l'équipe européenne technology global advisory aux côtés de Pierre-Henri Chappaz qui évolue au sein de la banque parisienne depuis près de 20 ans.



Autre caractéristique de l'équipe, elle couvre l'ensemble du spectre des opérations, tant en termes de typologies que de tailles. « Nous intervenons sur tous types de transactions, de la levée de fonds à l'IPO en passant par les opérations de M&A et de financement, tant pour des start-up que pour des grands groupes ou des investisseurs financiers », poursuit Virginie Lazès. L'année dernière, le bureau parisien, qui compte parmi les plus importants du pôle avec 25 professionnels, a ainsi enregistré 35 transactions, dont près de la moitié avait une composante internationale. Plus récemment, l'équipe a accompagné l'entrée en Bourse de l'éditeur de logiciels de gestion de projet Planisware, valorisé à cette occasion 1,1 Md€, ou la cession de la plateforme de gestion de flottes automobiles, Optimum Automotive, à un concurrent allemand, Shiftmove, le nouvel ensemble affichant une centaine de millions d'euros de chiffre d'affaires.

la possibilité d'unir les deux mondes en constituant un binôme avec un associé connaissant très bien le secteur sous-jacent qui vient compléter mon expertise sur les entreprises innovantes », précise Philippe Englebert. A contrario, Rothschild & Co a voulu marquer son empreinte sur ce secteur en constituant, en 2018, une équipe dédiée qui rassemble aujourd'hui 75

professionnels répartis sur différentes géographies.

Les boutiques, quant à elles, mettent en avant leur hyperspécialisation leur permettant d'appréhender finement les divers segments du secteur. « Au sein de Clipperton, tous les banquiers seniors possèdent une verticale : cybersécurité, fintech, healthtech... Ils suivent de près les stratégies des acteurs, tant en France qu'à l'étranger », témoigne Stéphane Valorge. La montée en compétences des fonds d'investissement, souvent dotés d'operating partners sur les sujets numériques, mais aussi des grands groupes industriels, qui assurent leur propre veille sectorielle, contraint en tout cas les conseils, généralistes comme spécialistes, à se montrer de plus en plus pointus. ■

Coralie Bach



« Il faut expliquer aux acquéreurs industriels les spécificités de ces sociétés, tant en termes de structure de capital que de valorisation »

**Philippe Englebert**,  
gérant chez Lazard