

SERVICES FINANCIERS

CYRUS, CARAT CAPITAL, CRYSTAL, AUTANT D'ACTEURS PHARES DU SECTEUR QUI ONT OUVERT RÉCEMMENT LEUR CAPITAL À DES FONDS D'INVESTISSEMENT, GÉNÉRANT L'ACCÉLÉRATION DE LA CONSOLIDATION DU SECTEUR. **PAR JEAN-PHILIPPE MAS**

Depuis quelques mois, les opérations de LBO ou de cap dev sur des conseils en gestion de patrimoine (CGP) foisonnent. Dernièrement, ce sont les fondateurs de Carat Capital et de Patrimmo-fi (tous les deux gérant plus de 500 M€) qui ont ouvert une minorité de leur capital respectivement à Andera Expansion et Parquest Capital. Pour trouver une explication à cet engouement récent, il faut se tourner vers l'environnement macro-économique. « Les CGP ont une brèche face aux banques qui ferment des agences et des assureurs qui ne souhaitent plus vraiment commercialiser de l'assurance vie en fonds euros », estime Jean-Louis Duverney, fondateur et *managing partner* de NewCo Corporate Finance, boutique M&A spécialisée dans les services financiers. « Nous voyons une augmentation de leurs parts de marché face aux banques et aux assureurs avec une palette plus large de nouveaux produits dont la *private equity*, l'immobilier et les produits structurés en plus de l'assurance vie et une capacité d'accompagnement sur le long terme », complète Emmanuel Riou, nouvel associé d'Eight Advisory, en charge du TS sur les services financiers. Ce phénomène n'est pas près de s'arrêter selon un investisseur actif sur la place. « Nous allons continuer à vivre avec une



THOMAS SIMON, DIRECTEUR ASSOCIÉ, APAX PARTNERS.

SERVICES FINANCIERS

politique de taux relativement bas, ce qui, avec la crise sanitaire, va encourager les épargnants à chercher des solutions à plus forte valeur ajoutée », estime Pierre Meignen, directeur associé d'Eurazeo *small-mid buyout* et actionnaire de Premium, courtier en solutions d'assurance vie et d'épargne retraite depuis le début de l'année aux cotés de Montefiore.

Des fonds majoritaires et minoritaires

Cependant, l'intérêt du *private equity* pour cette activité ne date pas de cette année. Les précurseurs se nomment Cyrus et Primonial. En 2008, le premier a fait entrer UI Investissement comme actionnaire minoritaire pour faire sortir la banque Martin Maurel. « Depuis notre premier LBO en 2004, nous avons toujours voulu associer les collaborateurs à la création de valeur, indique son fondateur Meyer Azogui. Aujourd'hui, près de 45 % d'entre eux sont actionnaires, c'est un de nos marqueurs. » Cyrus est, aujourd'hui, soutenu par Bridgepoint Development Capital (BDC) en minoritaire, le fondateur et ses *managers* conservant la majorité. Le second a démarré son aventure dans le *private equity* avec Naxicap Partners entre 2010 et 2014 pour la solder cette année avec son rachat par la foncière Altarea.



“
Au fil des années, la méthode de calcul pour la valorisation des CGP a changé.

JEAN-LOUIS DUVERNEY, MANAGING PARTNER, NEWCO CORPORATE FINANCE.

« Grâce à notre organisation sectorielle, nous avons identifié le potentiel du marché des CGP il y a trois ans. Face à une contrainte réglementaire de plus en plus importante et une pression sur la digitalisation, la consolidation s'imposait », expose Thomas Simon, directeur associé d'Apax Partners, actionnaire majoritaire de Groupe Crystal, une structure de 5 Md€ d'encours et 300 collaborateurs, pour une valorisation comprise entre 100 et 150 M€. Son président, Bruno Narchal, explique sa démarche : « Après l'acquisition, en 2017, d'Expert & Finance et l'entrée d'Apicil et d'OFI AM, nous recherchons un fonds de *private equity* majoritaire capable de nous accompagner sur la digitalisation et sur les acquisitions sur un marché atomisé. » Majoritaire ou minoritaire, comment choisir ? « Deux cas de figure se présentent généralement : si le CGP veut offrir une liquidité par-

SERVICES FINANCIERS

tielle, il se tourne vers un fonds minoritaire. Si le CGP souhaite enclencher une politique active de croissance externe, son choix se portera vers un fonds majoritaire ou minoritaire, mais qui deviendra majoritaire au gré des acquisitions », analyse Jean-Louis Duverney, récemment intervenu sur les LBO de Cyrus et de Crystal. Pour ce dernier cas, Meyer Azogui, à la tête de Cyrus précise : « Dans la documentation de l'opération avec BDC, nous avons travaillé sur des mécanismes qui nous permettent de conserver la gouvernance du groupe pendant toute la durée du *deal*, y compris en cas de variation de notre participation du fait d'une croissance externe importante ». Le choix peut, également, dépendre de la taille du dossier. David Salabi, associé de Cambon Partners et conseil financier à la vente sur Premium, Carat Capital et Cyrus souligne : « Plus les fonds ciblés sont d'une taille importante, plus ils sont éduqués sur le sujet et désirent avoir la majorité des titres au ou moins la majorité économique. Sur des opérations *small-cap* et primaires, les CGP privilégient, le plus souvent, des opérations minoritaires. »

Plus de 10 fois l'Ebitda

Le secteur du conseil en gestion de patrimoine attire les fonds car il présente plusieurs caractéristiques très appréciées par ces derniers, comme « la récurrence de leurs revenus, la croissance organique avec un marché de l'épargne en constante augmentation, la rentabilité élevée et le vivier de cibles en France pour la consolidation », analyse Christophe Muiyard, co-fondateur de FIG Partners, boutique M&A née l'an passé pour travailler sur ce secteur. Il a notamment conseillé Andera Partners et Parquest Capital sur leur entrée dans Carat Capital et PatrimmoFi. La crise sanitaire mondiale a amplifié leur appétit. « L'impact sur certains pans de l'économie a démontré la pertinence et la résilience du modèle par rapport aux banques et assureurs moins agiles », analyse Emmanuel Riou. L'ensemble de ces éléments impacte les valorisations à la hausse, tant dans l'entrée des fonds dans les plateformes que dans les opérations de croissance externe. Sur les opéra-



« Beaucoup de dossiers sur des ouvertures de capital de CGP ont connu une accélération, avec des offres fermes parfois formulées dès le début du deuxième tour du processus de vente. »

DANIEL DADOUN,
ASSOCIÉ, KEARNEY

SERVICES FINANCIERS

LES OPÉRATIONS DE LBO ET DE CAPITAL DÉVELOPPEMENT DANS LA GESTION DE PATRIMOINE DEPUIS 2020

SOCIÉTÉ	SOUS-TYPE D'OPÉRATION	INVESTISSEUR(S)	FINANCEMENT	FOURCHETTE DE VALORISATION*
PREMIUM	LBO BIS	EURAZEO, MONTEFIORE	BARINGS	250-500
CYRUS	LBO IV	BRIDGEPOINT DEVELOPMENT CAPITAL	ARDIAN PRIVATE DEBT	150-250
CRYSTAL	LBO	APAX PARTNERS, OFI ASSET MANAGEMENT	BNP PARIBAS, LCL, ARKEA	50-150
HEREZ	LBO PRIMAIRE	FLORAC	ROULLIER DETTE	50-150
CARAT CAPITAL	OBO	PARQUEST CAPITAL	BRED, CREDIT AGRICOLE IDF, BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	20-50
VALORIA CAPITAL	LBO PRIMAIRE	IK INVESTMENT PARTNERS	EURAZEO PRIVATE DEBT	20-50
PATRIMMOFI	CAPITAL DÉVELOPPEMENT	ANDERA PARTNERS	N,D	20-50
OLIFAN	CAPITAL DÉVELOPPEMENT	BLACKFIN CAPITAL PARTNERS	N,D	0-20

* En millions d'euros

SOURCE : SOCIÉTÉS/CFNEWS

tions de LBO, les valorisations proposées s'élevaient entre 10 et 15 fois l'Ebitda. « Au fil des années, la méthode de calcul pour la valorisation des CGP a changé, passant d'environ 2,5 fois les commissions récurrentes à plus de 10 fois l'Ebitda », observe Jean-Louis Duverney. Cet environnement dynamique accélère en outre les *process* de vente. « On a vu des offres fermes parfois formulées dès le début du deuxième tour du processus de vente », expose Daniel Dadoun, associé du conseil en stratégie Kearney, présent sur les opérations Cyrus et Premium. Pour financer ces transactions à effet de levier, les investisseurs ont le choix entre dette senior et unitranche. Les avis divergent. « Le choix de l'unitranche est, notamment, justifié par la possibilité de mettre un levier plus important. La génération de *cash-flow* couplée à une valorisation d'entrée élevée rend cela possible », explique Pierre Meignen d'Eurazeo qui a financé, avec une dette unitranche apportée par Barings, son entrée dans Premium, le valorisant 290 M€. Un avis partagé par le banquier d'affaires, David Salabi : « Pour les opérations supérieures à 50 M€ de valorisation, les fonds peuvent mettre un levier attractif en ayant notamment accès à l'unitranche ». Pour financer son entrée dans Crystal, Apax Partners a opté pour une dette senior structurée auprès de BNP Paribas, LCL et Arkéa. « Nous avons monté

SERVICES FINANCIERS

Les raisons de la consolidation



EMMANUEL RIOU,
ASSOCIÉ, EIGHT
ADVISORY.

« Les CGP bénéficient d'une base de coût fixe de plus en plus importante. Cela provient, notamment, du poids de l'aspect réglementaire (KYC et Mifid) accru. Les acteurs de plus petite taille veulent laisser à une structure plus grosse comme Crystal, Valoria ou Cyrus, ces aspects pour ne conserver que l'aspect commercial », souligne Emmanuel Riou. La naissance des plateformes de CGP est, également, favorisée par le vieillissement du secteur. Selon le livre blanc de l'Apredia, plus de la moitié des dirigeants de CGP avaient plus de 50 ans. Quand une plateforme intègre un acteur de plus petite taille, deux choix se présentent le plus souvent pour le fondateur/di-

geant de ce dernier. « Lors de chaque opération de rapprochement entre Crystal et un CGP, nous nous adaptons aux souhaits de son ou ses dirigeant(s). Chaque dirigeant peut souhaiter soit partir à la retraite et céder l'ensemble de ses actions, soit continuer l'aventure, rejoindre le Groupe et réinvestir une partie de ses produits de cession au sein de la *holding* du groupe », précise Thomas Simon, associé d'Apax Partners qui a accompagné Crystal dans le rachat de cinq sociétés indépendantes spécialisées dans la clientèle premium avec 2 Md€ sous gestion cumulés. Quand il cède son groupe, le dirigeant a de plus en plus d'alternatives avec l'émergence d'une dizaine de plateformes.

un financement avec un *pool* de banques proches du groupe. Celui-ci inclut une ligne additionnelle permettant de financer les acquisitions et qui est augmentée au fur et à mesure de son utilisation », indique Thomas Simon d'Apax.

Build-up encore en vue

La croissance externe figure parmi les principales raisons de l'attrait des fonds pour les CGP, dans un marché atomisé (lire l'encadré page 14). « Les fonds bénéficient d'un effet relatif immédiat dès lors que leurs participations rachètent un plus petit acteur car, la plupart du temps, le multiple payé pour cette opération est inférieur à celui pratiqué pour entrer au capital de la plateforme », expose Daniel Dadoun. Selon le dernier livre blanc de l'Apredia, 3 542 CGP existaient à la fin de l'année 2020, légèrement plus qu'en 2019. Les CGP soutenus par des fonds d'investisse-

SERVICES FINANCIERS

L'union CGP/société de gestion est-elle idéale ?

Dans la vie d'un CGP d'une certaine taille, se pose toujours la question de l'acquisition d'une société de gestion pour avoir une activité interne. Cyrus figure parmi les premiers acteurs à se doter de deux structures, Invest AM - représentant entre 11 et 12 % des actifs financiers du groupe aujourd'hui - en 2010 et Eternam spécialisé dans l'immobilier en 2011. « Notre modèle se base sur le mariage de la distribution et de la production : en B2C pour la gestion privée, la gestion de fortune et le *family office* et en B2B2C via Invest AM, Amplegest et Eternam », indique Meyer Azogui, son président. Cette année, le groupe soutenu par BDC a valorisé plus de 80 M€ Amplegest, présent dans la gestion privée, la gestion d'actifs et le *family office* avec des encours s'élevant à 2,6 Md€ après avoir pris une participation majoritaire dans le gérant immobilier Altixia REIM. « Plusieurs facteurs poussent les CGP à faire une incursion dans la gestion d'actifs, la préférence pour des OPCVM internet à ceux proposés par des tiers, la possibilité de mettre en place une gestion pilotée sous mandat, l'accès à des produits complexes dont le *private equity* ou les

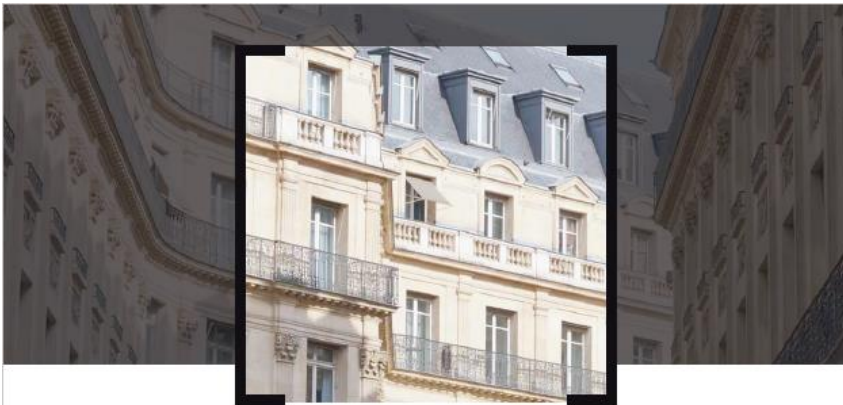


MEYER AZOGUI,
PRÉSIDENT,
CYRUS.

club-deals immobilier », analyse Emmanuel Riou, associé d'Eight Advisory. L'un des principaux freins à l'acquisition d'un gestionnaire d'actifs est la notion de conflit d'intérêts en privilégiant les produits « maison » aux produits d'un tiers même s'ils sont plus performants. Des acteurs de la gestion de patrimoine soutenus par des fonds n'ont pas encore franchi le pas comme Olifan avec Blackfin Capital Partners en minoritaire et Valoria Capital, une participation d'IK Partners depuis décembre 2020. « Se pose, également, la question de la valorisation et de la pondération appliquée entre la distribution et la gestion car les fondamentaux de ces deux activités ne sont pas les mêmes, la distribution présentant un profil de récurrence plus fort, donc la plupart du temps mieux valorisé », interroge Christophe Muyard. Le prochain tour de table de Cyrus pourra donner des éléments de réponses car c'est l'un des acteurs de la gestion de patrimoine avec la plus forte exposition à la gestion d'actifs.

ment s'érigent en principaux acteurs de la consolidation. Depuis l'arrivée de BDC, Cyrus a acquis deux confrères, le breton V2A Patrimoine et ses 130 M€ d'actifs conseillés et l'angevin Financière Conseil, 350 M€ d'encours. « Notre politique de croissance externe est orientée vers des structures possédant une empreinte locale où Cyrus n'était pas ou peu présent »,

NewCo Corporate Finance



BOUTIQUE M&A INDÉPENDANTE SPÉCIALISÉE DANS LE SECTEUR DES SERVICES FINANCIERS

LBO, MBO, MBI	ACQUISITIONS & CESSIONS	REVUES STRATÉGIQUES
LEVÉES DE FONDS	FUSIONS	RECHERCHES DE CIBLES

NewCo Corporate Finance est une nouvelle boutique de conseil en fusions & acquisitions spécialisée dans le domaine des services financiers. Elle regroupe une équipe d'une dizaine de professionnels expérimentés. Nous accompagnons les entrepreneurs et les institutionnels du secteur des services financiers (banque, assurance, courtage, gestion de patrimoine, location financière, gestion d'actifs, paiements, etc.) ainsi que les fonds d'investissement, en France et à l'étranger. NewCo Corporate Finance intervient dans toutes les étapes du cycle de vie de l'entreprise : reconstitution du capital, acquisition, cession, fusion et opération à effet de levier.

NEW CO | CORPORATE
FINANCE

NEWCO CORPORATE FINANCE
106 boulevard Haussmann - 75008 Paris
contact@newco-cf.com