



LE RENDEZ-VOUS ANNUEL
des métiers du risque et des
assurances de l'entreprise

13 JANVIER 2015

Par **David Salabi**,
associé fondateur,
Financière Cambon

RÉSERVÉ AUX ABONNÉS

Les courtiers suscitent l'appétit des fonds d'investissement

Les fonds d'investissement affichent un intérêt grandissant pour le courtage d'assurance. Alors que les opérations de rachat de cabinet s'accroissent, le profil même de ces fonds s'internationalise avec l'arrivée d'investisseurs anglais et américain. Retour sur un type d'opération en vogue.

Les courtiers d'assurance n'ont jamais autant suscité l'intérêt du *private equity* – capital-investissement en français –, c'est-à-dire des fonds investissant dans des sociétés non cotées. Ces trois dernières années, huit opérations de cette nature ont été réalisées en France sur des courtiers d'assurance ; des opérations de transmission totale ou de *cash out* (cession partielle). Si l'on ajoute le LBO (*Leverage Buy Out*) sur le groupe Texa (expertise) réalisé en 2012 par Apax Partners et celui sur l'assureur Opteven par Capzanine en 2014, le nombre atteint une dizaine. Et ce, sans parler d'Idinvest Partners et de Serena capital qui sont entrés au capital de SantéVet fin 2011, ou encore des opérations touchant aux purs comparateurs de prix sur lesquels un fonds comme Blackfin a été très actif. Ainsi, les fonds d'investissement ont réalisé plus d'opérations ces trois dernières années que sur les dix années qui ont précédé.

Opérations de private equity dans le courtage d'assurance en France entre 2005 et 2014

Date	Société objet de l'opération	Fonds d'investissement	Nationalité du fonds
Sept. 2014	Ciprés	TA Associates	US
Juin 2014	AssurOne Group	AnaCap Financial Partners	UK
Avril 2014	Finaxy Group	Equistone Partners Europe Ltd	Europe
Sept. 2013	Groupe Santiane	Sagard Private Equity Partners	Canada/France
Avril 2013	Meilleurtaux	Equistone Partners Europe Ltd	France
Février 2013	Groupe Eyssautier	Omnes capital	France
Déc. 2012	CWI Group	Pechel industries	France
Mai 2012	Axelliance	Turenne capital ; CM-CIC Capital privé	France
Nov. 2011	SantéVet	IDInvest Partners ; Serena capital	France
Mai 2011	Compagnie européenne de prévoyance	J.C. Flowers & Co. LLC	US
Mars 2011	Fillassur	Initiative & finance	France
Nov. 2009	Gras Savoye	Astorg Partners	France
Janv. 2009	AssurOne Group	Seventure Partners ; BPI	France
Janv. 2005	Compagnie européenne de prévoyance	PAI Partners	France

L'année 2014 a non seulement confirmé ce rythme, mais également montrer l'intérêt croissant des fonds étrangers pour ce type d'opérations : l'Américain TA Associates, l'Anglais Anacap Financial Partners et l'Européen Equistone Partners Europe ont respectivement réalisé les opérations Ciprés, AssurOne et Finaxys.

Ces trois transactions majeures illustrent l'ascendant pris par le *private equity* aux yeux des entrepreneurs qui comparent cette piste à celle d'une cession ou d'un adossement auprès d'un acteur du même secteur. Comme le démontre la cession récente de CWI Group à Assurant Solutions ⁽¹⁾, ce dernier type d'opérations existe et existera toujours. **Mais le *private equity* est devenue une alternative tellement compétitive que les entrepreneurs demandent désormais quasi systématiquement de lancer un *dual track*, processus de consultation parallèle des acquéreurs et des fonds de *private equity*.** Et ces derniers, si l'on se base sur un constat de marché, l'emportent désormais assez souvent (le nombre de cessions est inférieur à celui des LBO depuis début 2012).

Pourquoi les fonds d'investissement ont-ils un tel intérêt pour le secteur ? Comment peuvent-ils rivaliser avec les industriels, *a priori* favorisés par la mise en œuvre de synergies potentielles ?

Belles perspectives de croissance

Schématiquement, l'explication tient à un état de marché : l'offre de capitaux n'a jamais été aussi abondante face à un environnement économique, tous secteurs confondus, qui n'a jamais été aussi difficile. En d'autres termes, il y a de plus en plus de fonds de *private equity*, de plus en plus d'argent à investir, mais de moins en moins d'opportunités d'investissement, dans le contexte économique actuel, permettant d'escompter un rendement satisfaisant associé à un risque maîtrisé.

La catégorie du *midcap* (fonds visant à investir entre 20 et 200 M€ par opération) s'est particulièrement développée ces dernières années en France et ailleurs dans le monde. Elle attire par ses performances historiques supérieures à celle du *largecap* (tickets supérieurs à 200 M€). Au vu du nombre désormais pléthorique de ses acteurs, elle s'est même segmentée, comme une véritable industrie, selon une matrice dépendant de la taille du ticket investi ou de la position au capital (minoritaire ou majoritaire, voire simple prêteurs subordonnés à la dette bancaire que l'on appelle *mezzaneurs*).

Chacun de ces fonds doit investir l'argent levé à un rythme assez soutenu. A défaut, le temps s'écoule et le rendement s'en ressent. Dans ce contexte, durci en outre par les incertitudes économiques, les courtiers d'assurance réunissent souvent tous les critères rêvés pour un fonds :

- **Récurrence des revenus.** Les meilleurs courtiers ont une récurrence de leurs revenus proche de 90 à 100 %, ce qui constitue une prouesse lorsqu'on compare cette performance à d'autres secteurs ;
- **Rentabilité significative.** Le courtage a une place reconnue dans la chaîne de valeur du secteur, qui lui reconnaît une forte valeur ajoutée ;
- **Croissance organique.** Le marché est certes globalement en croissance assez limitée (inférieure ou égale à 5 %), mais il est aussi en pleine mutation. De ce fait, les cartes sont rebattues dans plusieurs segments : le digital prend des parts de marché sur les modèles traditionnels, l'ANI crée des opportunités majeures dans la santé, la consolidation des porteurs de risques permet aux grossistes de connaître des croissances plus rapides que la moyenne. Bref, plusieurs vagues permettent aux acteurs qui les saisissent d'afficher de belles perspectives de croissance ;
- **Croissance externe.** Le marché français est encore très morcelé et permet de voir émerger des stratégies de *build up* (croissance externe). Finaxy ou Axelliance sont de bons exemples à cet égard. Ils se sont hissés rapidement dans le top des courtiers grâce à de nombreuses acquisitions réussies ;
- **Structure de bilan.** L'activité d'un courtier d'assurance est fortement génératrice de trésorerie car le BFR (besoin en fonds de roulement)

est structurellement négatif, ce qui permet de rationaliser l'apport de financement et d'optimiser les montages financiers ;

- **Liquidité à la sortie.** Un fonds qui entre au capital d'une société vise à en sortir (avec une plus-value) après une période de quatre à cinq ans. Or, un courtier, au vu de son profil, est "liquide", tant les scénarios de sorties sont nombreux : acquisition par un plus gros acteur dans un contexte de consolidation permanente, introduction en bourse ou LBO secondaire.

Un autre critère est à mentionner : l'activité de courtage présente un profil acyclique et sous-réagit aux soubresauts économiques. S'assurer est, en quelque sorte, un besoin primaire parfois même obligatoire, au même titre que l'agroalimentaire ou la pharmacie. L'observation du parcours des sociétés de courtage cotées en bourse illustre bien cette caractéristique. Ces sociétés ont un "bêta" nettement inférieur à 1. Le bêta est un indicateur statistique qui mesure le risque d'une action relativement au marché boursier. Si le marché évolue à la baisse, une action ayant un bêta inférieur à 1 sera susceptible de baisser moins que le marché. De même à la hausse. Une action ayant un bêta supérieur à 1 réagit, en revanche, plus fort que le marché et est donc, par nature, plus risquée.

Rentabilité du montant investi en capital bonifiée

Mais une fois stimulés à l'évidence par ces atouts, est-ce que les fonds d'investissement sont en mesure d'offrir un prix compétitif ?

Lorsqu'un entrepreneur du courtage d'assurance se pose la question de réaliser une opération patrimoniale sur sa société, il a souvent tendance à penser qu'un industriel, du fait des synergies opérationnelles à mettre en œuvre, sera mieux-disant. Or, si l'on se base sur notre expérience ou sur le simple constat des opérations de marché, ce n'est pas le cas. Sur chaque opération, les fonds sont presque systématiquement mis en concurrence avec des industriels et ils l'emportent très souvent.

S'ils ne valorisent effectivement pas de synergies, ils présentent d'autres avantages : effet de levier par recours à toute une série de financements structurés bonifiant la rentabilité du montant investi en capital, experts en stratégie de croissance permettant d'implémenter un *business plan* plus ambitieux et des recrutements clés, financement rapide des futures croissances externes.

En outre, comme pour toute autre activité sur un marché organisé, ces fonds sont mis en concurrence les uns avec les autres (c'est le rôle du banquier d'affaires). On parle de "process M&A" (*Mergers and Acquisitions*, fusions-acquisitions en français). Il s'agit de créer *crescendo* une situation de marché, c'est-à-dire une situation où l'entrepreneur reçoit, dans un même horizon de temps, un nombre représentatif d'offres provenant de fonds significatifs. Il a ainsi la possibilité de les comparer et de les mettre en concurrence, dans un marché où l'offre de capitaux n'est clairement pas inférieure à la demande. Bien organisée, cette consultation permet de renverser le rapport de force en matière de négociation et ainsi de donner à l'entrepreneur l'assurance qu'il a les conditions optimales. Les fonds d'investissement sont très familiers de ce genre de process et donc très réactifs, ce qui leur donne, là encore, un avantage sur les acteurs industriels.

(1) En 2009, CWI a fait l'objet d'un LBO dans le cadre duquel le fonds d'investissement Pechel est entré à son capital. La société a été ensuite cédée en 2014 à Assurant Solutions.