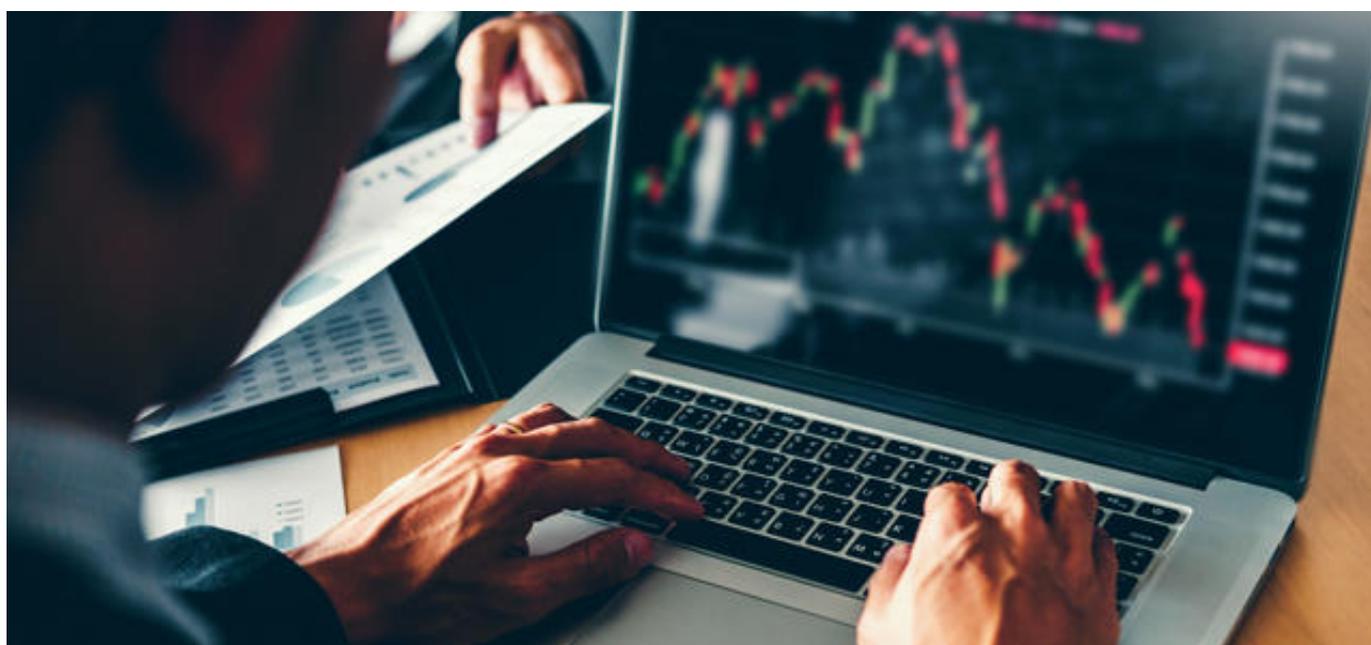


FINANCEMENT

A fond(s) sur le courtage ?

PAR HAUDE-MARIE THOMAS, JOURNALISTE - LE 31/08/2020 - MAGAZINE N° 260

L'intérêt des fonds pour le courtage n'est plus à prouver. Mais avec la crise sanitaire puis économique, la résilience du secteur n'a fait pour l'heure qu'accroître sa valeur. Reste, pour les courtiers, à trouver le bon dosage entre appui financier et indépendance entrepreneurial.



© AdobeStock

La formule est connue. La forte croissance et la rentabilité des groupes de courtage – nécessitant peu d'investissements hors développements IT – font de ces entreprises des cibles appréciées des fonds d'investissement. «*Les fonds ont commencé à accélérer leur présence sur le marché il y a quatre à cinq ans et nous ne voyons plus beaucoup d'opérations se faire sans eux*», observe Cédric Pironneau, directeur général du courtier SPVie. «*Tous les mois, je suis sollicité par des fonds d'investissement qui me demandent à quelle échéance nous serons de nouveau sur le marché*», témoigne de son côté Yoann Chery, à la tête du groupe Leader Insurance, appuyé par le fonds LT Capital. En France, l'année 2018 a vu douze entrées de fonds au capital de courtiers. Avec de très hautes valorisations (de 11 à 15 fois l'Ebitda pour les meilleurs actifs) symbolisées par l'entrée de Charterhouse au capital de Siaci Saint Honoré pour plus d'un milliard d'euros. «*Valoriser par exemple dix fois le résultat d'exploitation reviendrait à valoriser quinze années de dividendes en cas d'absence de croissance. Cependant, les multiples élevés de valorisation que nous réalisons dans le*

courtage se justifient par la récurrence des revenus mais surtout par la croissance qui permettra de rentabiliser plus rapidement un investissement, analyse Guillaume Eymar, associé chez Cambon Partners. Cette logique ne changera pas pour les courtiers capables de démontrer une forte dynamique de conquête.»

Transformation des revenus

Un certain emballement pourrait bien persister et faire fi de la crise. *«Le courtage est un métier qui se prête bien au mécanisme de la levée de fonds car les revenus sont récurrents et cette récurrence permet une bonne transformation des revenus en trésorerie»*, analyse de son côté Sami Chayeb, directeur de participation pour le fonds d'investissement LT Capital, au capital du courtier Leader Insurance. *«Concernant notre stratégie, nous cherchons à appuyer des entrepreneurs et nous apprécions le modèle grossiste qui offre des leviers de développement importants grâce au digital»*, ajoute-t-il. Un intérêt pour le courtage en gros également exprimé par le fonds Essling, qui gère près de 1,5 Md€ d'actifs à l'international (actifs non cotés, petites et moyennes entreprises) et qui est entré au capital du courtier SPVie en mars 2020. Rémi Matuchansky, co-gérant du fonds Essling, précise : *«Le courtage a beaucoup d'avenir dans le sens où l'on ressent un mouvement assez fort du côté des compagnies d'assurance pour laisser une partie de l'approche commerciale et de la gestion aux intermédiaires, les plus rigoureux et outillés en matière de gestion, ce qui confère à ces derniers des marges de croissance appréciables.»* Et le fonds n'a pas hésité au moment d'entrer au capital du courtier SPVie, alors même que le confinement venait d'être annoncé. *«Nous avons posé un certain nombre de questions pour savoir quel pouvait être l'impact de la crise sanitaire sur l'activité, explique Rémi Matuchansky. Mais comme nous avons un très bon niveau de confiance sur l'existant, notre décision était solide.»* Le fonds d'investissement a ainsi pris le pari que la crise sanitaire pouvait avoir un impact sur l'activité à court terme mais qu'elle ne changeait rien au développement sur le long terme. *«Nous sommes confiants dans la capacité de SPVie à devenir une plate-forme de consolidation, ajoute Rémi Matuchansky. Et, au final, l'impact du confinement chez ce courtier fortement développé sur la vente à distance et sur les produits de santé-prévoyance est faible voire nul.»* Chez Cambon Partners, on confirme que les courtiers spécialisés en santé-prévoyance ont suscité un fort intérêt en fin de confinement. La crise sanitaire n'a pas arrêté non plus le fonds d'investissement Bridgepoint qui a annoncé, mi-mai, l'acquisition du groupe de courtage spécialisé en assurance emprunteur CEP (CBP et Compagnie européenne de crédit). L'ancien fonds, JC Flowers, avait déjà cherché à le céder un peu moins de deux ans plus tôt pour une valorisation espérée de 1,4 Md€.

Valeur refuge

Pour expliquer le maintien de cet appétit pour le courtage, Guillaume Eymar, associé de la banque d'affaires Cambon Partners, parle du secteur comme d'une «valeur refuge» en temps de crise. La résilience des groupes de courtage est un atout majeur à abattre. *«L'attractivité du courtage devrait se voir renforcée après la crise sanitaire car les fonds, après avoir choisi comme prisme numéro un*

la croissance du chiffre d'affaires, devraient concentrer leurs recherches sur des actifs résilients», renchérit Sami Chayeb chez LT Capital. «*Nous savons que, d'une manière générale, le courtage sera mieux valorisé que le reste grâce à cette résilience et une exposition plus faible à la crise*», précise Guillaume Eymar. Il indique qu'avec la crise économique, les fonds qui étaient habitués à étudier plusieurs dizaines d'opportunités par mois vont voir le flux de dossiers se réduire drastiquement et perdre en qualité. «*La pause, nous l'avons subie de fait puisqu'on n'a reçu quasiment aucun dossier, tous secteurs confondus pendant le confinement. Et nous n'avons pas encore retrouvé le rythme préconfinement*», observait ainsi Sami Chayeb, mi-juin. «*Cela va générer une pénurie de dossiers et un effet de rareté qui va privilégier les actifs de qualité comme les courtiers*», estime Guillaume Eymar. Sachant que l'attrait pour la résilience du courtage devrait faire le tri au sein même du secteur. «*Ce que nous constatons sur le marché des transactions financières, c'est que toutes les crises aboutissent à une bipolarisation, rappelle Rémi Matuchansky chez Essling. Les actifs résilients se trouvent favorisés, avec parfois un emballement au niveau des prix puisqu'ils sont très convoités, alors que les actifs moins résilients, y compris dans le courtage, ont plus de mal à trouver preneur.*» Les courtiers qui auront passé la crise sans vaciller sauront donc tirer leur épingle du jeu.

Et le double mouvement de concentration à l'œuvre sur le secteur – les courtiers de taille moyenne rachètent les petits et les grands intègrent les moyens – pourrait prendre encore de l'ampleur. D'autant que le levier de la croissance externe devrait gagner en importance dans les stratégies de développement des courtiers sous pression et que les plus petits, déjà concernés par la pression démographique avec un fort taux de départ à la retraite, sont en nombre sur le marché. «*Leurs dirigeants, à l'âge de partir à la retraite, décident de capitaliser sur leurs résultats 2019 et leur robustesse face à la crise plutôt que d'attendre plusieurs années avant de retrouver une conjoncture globale plus favorable*», indique Guillaume Eymar chez Cambon Partners.

Concurrence

Face aux courtiers, le nombre de fonds en appétit a également fortement augmenté ces dernières années, fructueuses sur le marché du private equity. «*La croissance est visible des deux côtés, déroule Sami Chayeb pour LT Capital. Il y a de plus en plus de dossiers de courtage et, en parallèle, de plus en plus de nouveaux investisseurs ont connu une croissance importante et sont arrivés sur le marché des private equity.*» Lors des négociations pour l'acquisition du courtier italien spécialisé en assurance maritime et transports, Cambiaso Riso, le français Siaci Saint Honoré était en concurrence avec des fonds. «*Mais les dirigeants de Cambiaso Riso ont préféré notre offre car nous pouvions les intégrer dans une stratégie industrielle qui préservait leur autonomie tout en leur apportant la puissance d'un grand groupe*», remarque Pierre Donnersberg, président du courtier parisien. En parallèle, les fonds actifs sur le marché français s'avèrent toujours plus internationaux. «*Les fonds étrangers regardent de plus en plus la France et en particulier le secteur longtemps délaissé des services financiers, analyse Guillaume Eymar. Les spécialistes sectoriels sont encore peu nombreux – 5 à l'échelle européenne, 20 à l'échelle du monde – et ils affichent de bonnes*

performances. Pour continuer à croître et à lever de l'argent, ils doivent élargir leur zone d'investissement. La France est particulièrement intéressante car c'est une terre d'assurance, avec un marché du courtage encore extrêmement éclaté et donc à consolider.»

Frustration

Les banquiers d'affaires – la structure la plus active étant Cambon Partners mais les équipes d'UBS, intervenues pour sceller le partenariat entre Apax Partners et Entoria (ex-Ciprès), bataillent également sur le secteur aux côtés d'autres institutions montantes – ont donc un large panel à solliciter. Lors d'une levée de fonds, ils vont solliciter de 10 à 20 fonds différents en fonction de la typologie de partenaires souhaitée. *«Cela suscitera de la frustration mais aussi de l'apprentissage pour les fonds non retenus»*, relève Guillaume Eymar. Chez LT Capital, Sami Chayeb explique ainsi avoir eu l'occasion d'étudier deux dossiers en profondeur, en 2013 et 2014, avant de se positionner sur Leader Insurance. *«Nous poussons les dirigeants des courtiers à être sensibles au travail fait par chaque fonds d'investissement pour connaître le secteur (structure, enjeux réglementaires, modèle de commissionnement, etc.)»*, ajoute Guillaume Eymar. Essling, qui avait regardé plusieurs dossiers précédemment, avant de mettre «le pied à l'étrier en matière de courtage» avec SPVie, détaille ainsi ses priorités : *« Nous avons d'abord étudié la réputation du groupe. Nous souhaitons nous assurer que c'était une société qui faisait référence dans son milieu et qu'elle avait la confiance de ses partenaires preneurs de risques.»* Charles Bourgain, associé chez Essling, indique que les équipes du fonds se sont ensuite placées dans les chaussures de l'assureur, relevant le taux d'attrition de la base clients, les démarches en matière de qualité (par exemple la généralisation du double appel, la validation des scripts de vente ou encore la présence d'une cellule qualité indépendante). *«Et nous avons particulièrement apprécié que SPVie soit actif au sein des organismes professionnels et moteurs auprès du régulateur»*, souligne-t-il. Quant à Sami Chayeb, pour LT Capital, il indique être attentif à la réputation mais aussi à la rigueur des équipes et au sérieux des procédures internes, notamment pour éviter de mêler flux financiers et trésorerie. *«Enfin, nous nous intéressons au potentiel de développement, à la sensibilité au digital et à la nature des risques couverts»*, complète Sami Chayeb. *«Notre métier est d'accompagner les projets de développement à moyen et long terme donc il nous faut un niveau de confiance total avec les dirigeants, observe Rémi Matuchansky chez Essling. Ce n'est pas objectivable mais la transparence de l'information est indispensable pour avoir la capacité d'être pro-actif. Il faut bien sûr que le courtier ait des ambitions et les moyens de les atteindre. Le projet doit être très clair et la réactivité des dirigeants maximale.»*

Crainte

Côté courtiers, les fonds continuent à susciter la crainte de voir la rationalisation de l'argent investi, par temps de crise économique, imposer des chemins raccourcis vers la rentabilité en jouant sur les postes de charge, la productivité ou les marges de manœuvre en matière de mise à l'épreuve de certains projets. Gérald Loobuyck , le PDG de Magnolia, qui a depuis l'été dernier le fonds

d'investissement Qualium Investissement comme actionnaire minoritaire, se méfie des impératifs de plus-value rapide des fonds. Il invoque la prudence et appelle les entrepreneurs à innover pour trouver leur business model avant de faire appel à des fonds d'investissement. Ce que confirme Cédric Pironneau, chez SPVie. *«Il ne faut jamais oublier que la meilleure levée de fonds est celle que l'on ne fait pas. Les fonds sont nécessaires pour porter un développement mais leur appui fait courir à l'entreprise le risque de la dilution, développe-t-il. La priorité pour une jeune entreprise est d'abord de maîtriser son marché. Il peut être périlleux de faire entrer un fonds trop tôt et d'expérimenter sa stratégie avec beaucoup d'argent. Il faut savoir proposer le bon produit aux clients avant de chercher des partenaires financiers.»* Cédric Pironneau indique avoir fait entrer un premier fonds en 2015 (K Partners), après avoir mis en place les fondamentaux, pour se structurer et porter la croissance. Pour Siaci Saint Honoré, l'arrivée du fonds Ardian au capital a été vécue comme un rempart pour construire son indépendance. *«Lorsqu'Ardian est entré au capital de Siaci Saint Honoré, l'entreprise vivait une période difficile avec son actionnaire, JLT, qui voulait en prendre le contrôle et lui faire perdre son indépendance»*, rappelle Pierre Donnersberg, le président du courtier parisien. JLT est depuis passé dans le giron de Marsh. *«L'arrivée d'Ardian a permis de continuer à développer le groupe de façon autonome et, sur le plan commercial, nous avons eu l'opportunité d'entrer en relation avec les entreprises où le fonds Ardian était présent»*, complète-t-il. Et du côté des courtiers de taille plus modeste, tous les chefs d'entreprise interrogés apprécient le recul apporté par les équipes du fonds. Et cela, dès le processus de levée de fonds, indique Cédric Pironneau. En 2018, SPVie avait été approché par un fonds américain qui avait mis en avant des faiblesses structurelles liées à une dépendance à certains produits. Puis, à l'été 2019, le courtier avait demandé à Deloitte de mener une due diligence. Le rapport a été livré fin octobre. *«Ces travaux nous ont permis de mieux cerner nos forces et faiblesses et de mettre en place des correctifs sur des petits défauts qui nous échappaient dans la gestion quotidienne»*, précise le courtier. *«Pour qu'un fonds entre au capital, il lui faut des perspectives à horizon trois à cinq ans, explique de son côté Guillaume Eymar pour Cambon Partners. Il se demandera si son prédécesseur a tout fait et s'il a encore des marges de développement. Il tâchera de déterminer où sera la société dans quelques années et qui seront les acquéreurs naturels.»*

Meilleur recul

Dans la gestion courante, Gérald Loobuyck apprécie la présence du fonds, qui permet à un chef d'entreprise d'avoir un meilleur recul sur sa société. Et le soulage aussi lors de prises de décisions importantes. *«Très clairement, sans l'appui du fonds, je ne me serais peut-être pas lancé dans l'acquisition de Fluo, détaille-t-il. J'ai pu m'appuyer sur une structure adéquate – conseil juridique, fiscal, etc. – afin de me décharger d'une partie difficile à assumer lorsqu'on est un entrepreneur concentré sur la vie opérationnelle de sa société. La prise de décision a donc été plus confortable et plus rapide.»* Yoann Chery, chez Leader Insurance, confirme que l'appui d'un fonds permet de se doter de capacité d'analyse. *«Un atout non négligeable lorsqu'on est dans l'opérationnel et qu'on n'a pas forcément le temps de l'analyse»*, résume-t-il. Ces opérations permettent également d'associer certains cadres supérieurs *«et donc de bénéficier d'une émulation en interne et d'une*

meilleure attractivité en recrutement», complète Gérard Loobuyck. Magnolia a ainsi recruté au printemps Ludovic Magnin, fort de plus de vingt ans d'expérience chez Verspieren, au poste de directeur général. Reste toutefois à choisir le bon fonds. Guillaume Eymar cite ainsi l'exemple du courtier Odealim (ex Assurcopro) qui a été très courtisé par des fonds français comme étrangers lors de sa première opération de LBO et qui a choisi de retenir Eurazeo PME, réputé à l'écoute du management. La voie de la prudence. Puis, en 2018, le courtier a rejoint le portefeuille d'un grand fonds international, TA Associates, déjà candidat deux ans plus tôt, pour une stratégie fortement axée sur la croissance.

La Tribune de l'assurance Tous droits réservés