

■ LES DÉCRYPTAGES

INVESTISSEMENTS

Les fonds ont toujours faim de courtage

Le modèle du courtage, fondé sur la récurrence des revenus, suscite toujours la convoitise en période de crise. Les fonds jouent désormais des coudes pour s'offrir ces actifs très prisés.

Malgré la crise, l'engouement des fonds de *private equity* pour les cabinets de courtage ne faiblit pas. Loin de là. En moyenne, 10 à 15% du portefeuille global d'un fonds sont aujourd'hui consacrés aux services financiers, et plus particulièrement aux sociétés distributrices de produits d'assurance. En témoigne la récente acquisition du courtier spécialisé en santé Santiane par Latour Capital, ou encore celle du

cabinet Finaxy par le fonds Ardian. Des *deals* étudiés par de nombreux fonds et qui attestent de l'appétence des investisseurs pour des actifs résilients, dans un contexte de rendements bas. « *Depuis dix ans, nous observons un phénomène d'accélération de l'appétence des fonds de private equity pour les services financiers, et plus particulièrement encore pour la distribution de produits d'assurance* », constate David Hamelin, fondateur du cabinet de conseil en gouvernance et en recrutement People Leverage.

À quelques exceptions près – telles que le fonds californien SilverLake spécialisé dans la tech, qui est devenu propriétaire en octobre du courtier Meilleurtaux, détenu depuis 2017 par Goldman Sachs –, les fonds d'investissement ont plutôt un profil généraliste. « *Lorsqu'ils commencent à se positionner sur l'assurance, ils sont immédiatement subjugués par la résilience de l'actif* », constate Guillaume Eymar, associé de la banque d'affaires, Cambon Partners. Les sociétés de courtage deviennent ainsi une porte d'entrée vers les services financiers.

Parmi les fondamentaux qui expliquent l'engouement des investisseurs pour les cabinets de courtage : la récurrence des *cash-flows* ainsi que la bonne tenue des actifs, y compris en période de crise. Ainsi, à la sortie du confinement, les cabinets de courtage faisaient partie des rares à ne pas accuser de baisse de valorisation. En ce sens, la cession de Finaxy par Equistone Partners Europe est un cas d'école. « *Les coffee meeting ont débuté avant le confinement. Les multiples de valori-*



sation post-confinement sont restés les mêmes, tandis que le nombre d'acteurs s'intéressant au dossier a progressé », se souvient David Hamelin.

Un trio magique

En comparaison des autres actifs, les performances servies par les sociétés de courtage détenues par les fonds d'investissement sont exceptionnelles. D'autant que le marché est aujourd'hui largement acheteur. « *Il faut bien avoir à l'esprit que les fonds de private equity disposent actuellement d'un niveau de liquidité rarement égalé. Aussi, tous sont à la recherche du trio magique offert par les sociétés de courtage : croissance, récurrence et rentabilité* », souligne Guillaume Eymar. Sous l'impulsion des



Le regard de **Laurent Ouazana**, rédacteur en chef invité

Cet appétit ne me choque pas, il est même normal. Aux deux dimensions toujours recherchées de croissance et de rentabilité, une troisième, la récurrence, vient consacrer un modèle désormais ancré dans le paysage assurantiel. Le nombre de courtiers d'assurance a toujours augmenté depuis dix ans, ce n'est pas une anomalie, car le marché décide toujours *in fine* qui doit exister et qui doit disparaître. On annonce l'apocalypse depuis longtemps sur le courtage d'assurance, et les courtiers sont encore plus présents. Les courtiers sont des acteurs professionnels, qui s'adaptent aux réglementations (de ce point de vue ils sont servis), et qui constituent de belles machines économiques qui attirent.



15 fois l'Ebitda

La valorisation de Finaxy lors de l'entrée au capital du fonds Ardian.

fonds, les cabinets de courtage se développent grâce à la puissance de la force commerciale, mais surtout par des opérations de croissance externe. L'un des cas emblématiques reste Odealim (ex-Assurcopro), qui, grâce aux deux fonds successifs Eurazeo PME et TA Associates, a réalisé en deux ans et demi pas moins de sept acquisitions.

Un phénomène de concentration qui participe à la raréfaction de l'offre et, par conséquent, à l'augmentation des niveaux de valorisations. En dix ans, le courtier Santiane a connu quatre fonds propriétaires : BNP Private Equity en 2011, puis Sagard en 2013, puis Blackfin en 2015. En 2020, Latour Capital est entré en négociations exclusives avec le courtier pour un montant

Le courtier en assurance et crédit Meilleurtaux, détenu depuis 2017 par la banque d'investissement Goldman Sachs, est passé en octobre sous le contrôle du fonds californien SilverLake.

estimé de 190 M€. La valorisation de Finaxy avait, quant à elle, atteint 160 M€, soit 15 fois l'Ebitda (résultat opérationnel) ! Un banquier d'affaires nous confirme avoir accompagné en 2020 une société de courtage dont l'Ebitda a triplé (de 5 à 15 M€) en deux ans.

« Dans la période actuelle où beaucoup d'entreprises voient leur trajectoire chahutée et les perspectives incertaines, des entreprises telles que les sociétés de courtage, dont la base de chiffre d'affaires est stable, le modèle est résilient et qui parviennent à grandir, sont très rares. Et donc dans un environnement où l'argent ne coûte rien et ne rapporte rien, il est logique que ces sociétés attirent les capitaux à placer et soient chères », détaille Pierre Decré, directeur associé de la société d'investissement Parquest Capital.

Conséquence : la durée de détention diminue et les fonds peuvent être vendeurs deux années après l'acquisition, contre trois à cinq années auparavant. « La durée de détention par un fonds n'est pas préétablie. Si la croissance de l'activité ainsi que la crois-

sance des multiples permettent d'atteindre en deux ans la valeur et les retours anticipés à cinq ans, alors le fonds a tout intérêt à être vendeur plus rapidement », poursuit Pierre Decré. « Sauf cas particulier, un fonds n'est pas vendeur au bout de deux ans. Pourtant, les exceptions ne sont pas rares avec le courtage, notamment en cas d'hypercroissance. À titre d'exemple, il en a été ainsi avec des entreprises que nous avons accompagnées comme Odealim, Ciprès (Entoria), Santiane ou Cyrus », abonde Guillaume Eymar.

Les effets de la crise

Reste que cette typologie d'actifs n'est pas non plus sans risque. « Il faut bien avoir à l'esprit que les sociétés de courtage voient les effets potentiels d'une crise avec un effet retard », analyse Pierre Decré. Ainsi, les cabinets de courtage avec un portefeuille de clients dans le secteur de l'immobilier devraient connaître le contrecoup de la période de confinement, de même que ceux spécialisés en automobile, qui pourraient pâtir d'un repli des volumes.

En santé, la portabilité des contrats pourrait également venir ternir les bilans. « Lorsqu'un employé quitte une entreprise, il peut conserver sa mutuelle durant une année. On sait que c'est durant cette année spécifiquement que la consommation du contrat de santé est la plus importante », souligne David Hamelin. Enfin, en IARD et assurances d'entreprise, les investisseurs tablent sur l'augmentation des prix pour contrebalancer la baisse des volumes.

● CHLOÉ CONSIGNY