



AURIGNAC FINANCE



UN AVOCAT À LA COTE !

Par Olivier Chaduteau, Associé gérant de Day One,
et Jean-René Griton, Associé gérant d'Aurignac Finance



Le 21 mai dernier le cabinet australien Slater & Gordon Ltd s'introduisait à la bourse de Sydney et créait un précédent mondial. Avec une valeur d'entreprise rapidement portée à 180 millions d'euros, soit trois fois les honoraires prévus en 2007, le cabinet a immédiatement annoncé une nouvelle acquisition - la sixième en deux ans - payée pour partie en titres cotés. De cet événement, quels enseignements stratégiques plus globaux la planète Droit doit-elle tirer ?

Le principal enseignement est qu'aujourd'hui, nombre de cabinets d'avocats sont devenus des « entreprises de droit » et, à ce titre, se donnent ou cherchent à se donner l'ensemble des moyens et outils mis à disposition des entreprises pour se structurer, se développer et se valoriser. Cette introduction en bourse n'est qu'une des manifestations de l'ensemble des transformations internes que nous ne pouvons détailler ici.

Ensuite, force est de constater un mouvement global de transformation des services professionnels et de leur structure de capital. Les métiers du conseil, réglementés ou non, sont devenus des sujets d'investissements à logique financière. Accenture, Lazard, Murgitroyd sont cotés. De nombreux fonds d'investissement investissent dans les métiers du conseil, à l'instar de 3i lors de la création en France en 2003 d'Inéum Consulting, revendu trois ans plus tard au Management Consulting Group, lui-même... coté à la bourse de Londres.

Le troisième enseignement correspond à ce que nous appellerons la « chute des châteaux forts » soit une libéralisation inéluctable de l'ensemble des professions réglementées. L'ouverture du capital à des non avocats n'est peut être pas un sujet d'actualité en France, mais il l'est dans de nombreux pays... bien plus proches de nous que l'Australie. Le Royaume-Uni, par exemple, a dès décembre 2004 posé les bases de sa réflexion au travers de son *Clementi report*.

Autre dogme mis à mal, nous semble-t-il : celui de la partnership, en lien avec la notion « d'entreprise de droit », avec la fin de la position « d'associé à vie », et son corolaire, l'absence de valorisation du *goodwill*. Désormais, - et nous ne portons aucun jugement de valeur ici mais souhaitons juste ouvrir le débat -, à l'instar de Slater & Gordon, les professionnels deviendront actionnaires avec la perspective d'une création de valeur commune et d'une valorisation *in fine*.

Enfin et surtout, doit être posée la question de la pérennité des cabinets français et du droit civil. La capacité d'investissement récente des cabinets anglo-saxons, notamment américains, et la nouvelle force de frappe des cabinets australiens aujourd'hui - et demain d'autres - pouvant faire appel public à l'épargne donnent aux modèles étrangers les moyens financiers nécessaires à un développement international qui est si difficile pour les cabinets dits « franco-français ».

Le monde bouge, celui des services professionnels doit s'adapter rapidement. L'avocat, souvent visionnaire et anticipateur des risques pour ses clients, doit pouvoir appréhender pour lui ces changements et comprendre que le cabinet du XXI^{ème} siècle ne ressemblera en rien à celui du siècle précédent. Il doit se donner les moyens d'investir sur le long terme et d'adapter en profondeur son organisation pour assurer à ses clients un service toujours plus technique, plus rapide et plus personnalisé.



AURIGNAC FINANCE



Décembre 2008

Prospective

L'ouverture du capital : risque ou opportunité ?

En Grande-Bretagne, les cabinets pourront dès 2009 ouvrir leur capital à des investisseurs extérieurs, en Australie deux cabinets sont d'ores et déjà cotés. La France est-elle prête à s'engager sur la même voie ? Echange.



Olivier Chaduteau est associé fondateur de Day One, cabinet de conseil en stratégie et développement dédié aux cabinets de services professionnels. En 2007, il a piloté une étude sur « l'ouverture du capital des cabinets d'avocats à des non-avocats ».



Jean-René Griton est associé gérant d'Aurignac Finance, « boutique » de conseil en fusions-acquisitions spécialisée sur le marché des PME. Il conseille régulièrement les professions réglementées.



Fabrice Marchisio est associé fondateur du cabinet d'avocats Cotty Vivant Marchisio & Lauzeral. Créé en novembre 2003, le cabinet compte aujourd'hui 45 avocats répartis entre Paris, Tokyo et Singapour.



Yves Wehrli est le managing partner de Clifford Chance à Paris depuis 1999. Le cabinet compte aujourd'hui plus de 200 avocats pour un chiffre d'affaires de 115 millions d'euros.



AURIGNAC FINANCE



Olivier Chaduteau : Il y a déjà plus d'un an, chez Day One, nous avons lancé une étude sur le thème de l'ouverture du capital des cabinets à des non-avocats. Cette étude était suivie d'une conférence qui avait rencontré un vif intérêt. Ce qui avait attiré notre attention, au-delà du rapport Clementi en Angleterre, était ce qui se passait en Australie avec l'entrée en bourse d'un premier cabinet d'avocats, Slater & Gordon, en mai 2007 suivi d'un autre en août, Integrated Legal Holdings. Notre étude montrait notamment que 53 % des répondants étaient favorables à l'ouverture minoritaire de leur capital mais refusaient tous en revanche l'ouverture majoritaire et l'entrée en bourse.

Yves Wehrli : L'étude était réalisée auprès de qui ?

Olivier Chaduteau : D'associés des 100 premiers cabinets d'avocats en France. Parmi les professions auxquelles ces avocats étaient prêts à s'ouvrir, on trouve bien sûr en tête les juristes, les notaires, les consultants ou les experts comptables... En sont fortement exclus les industriels, pour des raisons de conflit d'intérêts, et bien sûr les commissaires

aux comptes. Plusieurs répondants n'étaient par ailleurs pas opposés à l'entrée au capital de certaines professions dites de support, comme le marketing. Pour ma part, en tant que consultant, je crois beaucoup à cette ouverture vers d'autres métiers, hors du cercle des professions juridiques.

Yves Wehrli : Mais en quoi est-ce que l'ouverture à des consultants pourrait résoudre les problèmes de capital ? Quant aux industriels, à mes yeux ça ne veut pas dire grand-chose de les refuser pour des raisons de conflit d'intérêts. Car, pour caricaturer, cela revient à dire que si l'on a Coca dans son capital, on ne peut pas travailler pour Pepsi. Cela ne changera pas grand-chose... A un cabinet qui travaille pour Coca, il est demandé de toute façon de ne pas travailler pour Pepsi. Sur le principe, je ne vois pas l'intérêt d'écarter les industriels, en tout cas, pour cette raison-là.

Fabrice Marchisio : Qu'attend un investisseur ? Il attend, d'une part, un flux de dividendes futurs et, d'autre part, de réaliser un patrimoine lorsqu'il cède ses titres. Autant le premier souhait est intel-

lectuellement facile à appréhender dans notre métier, autant le second pose le problème de la patrimonialisation, qui est au cœur du débat. L'équation de base est la suivante : plus la clientèle est sophistiquée, plus l'*intuitu personae* est fort entre l'avocat et son client, moins « vaut » la clientèle du cabinet. Un premier modèle tend donc vers la « sophistication » du service juridique, où la patrimonialisation n'existe pas, et un second modèle qui tend à l'extrême, pardon pour le néologisme, vers une commoditisation et où le moindre *intuitu personae*, s'il fait l'objet d'un processus managérial rigoureux et maîtrisé, peut créer à terme de la valeur patrimoniale. J'emploie le terme de « commoditisation » à dessein car je sais qu'il a en France une connotation fortement péjorative et qu'il fait immédiatement réagir. Ce n'est pas notre modèle au cabinet ni celui de beaucoup de cabinets d'affaires mais ce n'est pas une raison pour considérer qu'il n'y a pas de salut pour un avocat qui se lance en dehors de la « haute couture ».

La problématique de l'ouverture du capital des cabinets est aussi intimement liée à celle de l'ouverture à la concurrence. Nous vivons dans une économie où la



AURIGNAC FINANCE

richesse marginale provient avant tout de l'innovation. Or, pour innover, il faut du sang neuf.

Jean-René Griton : En Australie, c'est effectivement un cabinet d'avocats ayant réussi à standardiser sa pratique qui s'est introduit en bourse. Slater & Gordon est spécialisé dans les contentieux liés aux maladies professionnelles. Dans le cadre d'une entrée au capital, il est certain que l'actionnaire extérieur va vouloir des flux futurs et de la création de valeur. Il n'ira logiquement pas vers des cabinets dont le modèle repose sur un *intuitu personae* fort. La question de l'ouverture du capital va davantage se poser sur les modèles de *challenger* et sur ceux qui sont standardisables. Sans doute les cabinets d'affaires en ont-ils, de toute façon, moins besoin.

Yves Wehrli : Je ne crois pas qu'ils puissent être dispensés du débat. Car les besoins en fonds de roulement vont se faire de plus en plus importants pour tous les cabinets, quelle que soit leur taille. Nous sommes une profession très satellisée, mais qui a malgré tout hissé le niveau moyen de la prestation de service à un standard élevé. Un avocat n'a malheureusement pas la chance d'un chirurgien qui peut, par exemple, faire attendre son patient une heure, voire plus, dans la salle d'attente sans recevoir aucune critique en retour. Essayez donc dans notre profession de faire attendre un client plus de quelques minutes et vous verrez ! Or, tout cela a un coût. Il faut parvenir à financer les attentes élevées des clients. Les cabinets vont avoir un besoin de fonds de roulement important. Il faut donc trouver la manière de le financer. Le recours à l'emprunt bancaire reste possible mais limité car les banques connaissent mal notre métier ; un cabinet ne peut y prétendre qu'après avoir déjà atteint une certaine taille.

Fabrice Marchisio : La création d'une grande profes-



sion du droit est, surtout, à mes yeux un préalable indispensable à l'ouverture du capital. Imaginons d'abord une profession unifiée et donnons-lui les outils contractuels, sociétaires et capitalistiques qui lui permettront de mettre en œuvre les synergies évidentes qu'elle porte en elle.



Donnons-lui des outils pour s'organiser, pour s'ouvrir au monde, pour créer de la valeur. C'est dans une deuxième phase que les investisseurs extérieurs apporteront à notre profession de nouvelles connaissances, une nouvelle façon de penser, un supplément d'intelligence et de créativité.

Yves Wehrli : Moi aussi, je crois à l'effet vertueux de la venue d'investisseurs extérieurs. Voir arriver quelqu'un dans votre entreprise vous amène automatiquement à remettre un minimum en question votre façon de fonctionner, votre stratégie. Cela suscite de nouvelles questions.

Jean-René Griton : Quand ils pensent ouverture de capital, certains craignent la pression vers une gestion de court terme. Pourtant en réalité, c'est le fait de ne pas vouloir ouvrir son capital qui est synonyme de gestion de court terme. Pour l'instant, chez les avocats, lorsque quelqu'un sort, on raisonne en *cash*. Il y a des affaires intéressantes à faire quand les gens raisonnent en termes de sous-valorisation interne.

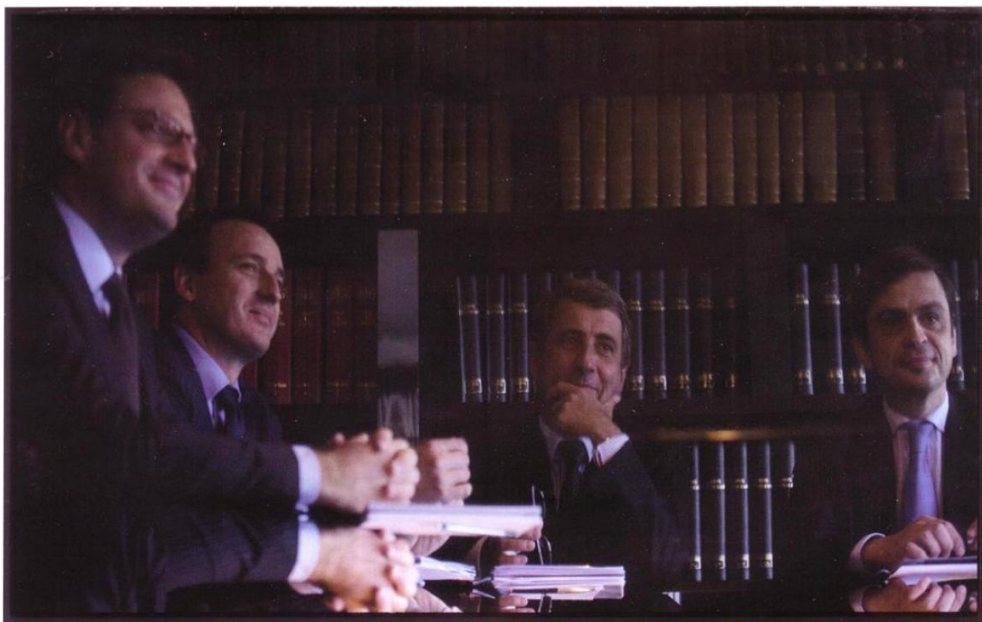
Fabrice Marchisio : Dans le modèle de la « sophistication » que je décrivais tout à l'heure, on ne gère finalement que du *cash flow*. C'est la raison pour laquelle il faut garder à l'esprit les objectifs de moyen et long terme, quitte à abaisser provisoirement la rentabilité à court terme. L'international en est un bon exemple : il demande un investissement significatif à court terme, pour en retirer les fruits plus tard. C'est d'ailleurs toute la problématique des conflits de générations dans certains cabinets.

Jean-René Griton : Il existe un autre modèle qui permettrait les investissements nécessaires en privilégiant la liberté de mouvement, mais au détriment de la maximisation de la valeur. C'est le modèle mutualiste. Des cabinets pourraient se rapprocher pour créer des structures semblables aux grandes banques mutualistes.

Yves Wehrli : C'est notre Société Civile de Moyens. Et là, si je peux me permettre, on touche à



AURIGNAC FINANCE



autre chose, un souci que les banques n'ont pas : la personnalité un peu atypique de l'avocat. Chez nous, avocats, la mutualisation des moyens ne dure pas très longtemps !

Fabrice Marchisio : Cela dit, certaines structures anglo-saxonnes, même si elles ne l'avouent pas, tentent de contrôler l'*intuitu personae* entre la clientèle et les associés pour diminuer le levier de ces derniers à l'égard de la structure. Un avocat qui passe 15 heures par jour à travailler pour Bank of America est moins susceptible de créer son cabinet...

Yves Wehrli : Une stratégie de concentration forte sur certains clients à l'échelle internationale ne signifie pas que l'on retire l'*intuitu personae* de la relation. Celui-ci est – et demeure – extrêmement fort. Il est caricatural d'opposer ainsi la grande structure et le plus petit cabinet qui fonctionnerait davantage sur la relation humaine. L'effet « marque » d'une grande structure n'est créé que par la multiplication des *intuitu personae*.

Olivier Chaduteau : Si l'actionnaire entrant casse cette relation particulière que l'avocat a bâti avec son client, il détruit alors toute la valeur et le *goodwill* qu'il a, pour partie, acquis.

Yves Wehrli : Pour revenir à l'ouverture du capital en tant que telle, je ne suis pour ma part pas favorable à l'introduction en bourse. Cela donnerait une image de notre profession qui n'est pas celle que l'on doit rechercher. Si on doit bien sûr aboutir à la rentabilité, celle-ci doit être la conséquence de nos objectifs, la mesure de notre succès, et non l'objectif premier lui-même. Le contre-exemple serait sans doute Goldman Sachs qui a réussi, après son introduction en bourse, à maintenir sa culture très ancrée dans l'*intuitu personae*.

Jean-René Griton : Un enjeu majeur réside dans la nécessité de faire migrer les valeurs actuelles vers des niveaux qui sont plus en lien avec la rentabilité. Il est notamment possible de mettre en place une *cash box* pour améliorer la liquidité du capital. Il faut créer les outils nécessaires.

Yves Wehrli : Je crois que la question patrimoniale n'est plus d'époque. Ce schéma "je développe mon cabinet, je me retire et je le cède" ne fonctionne plus. Avez-vous déjà entendu parlé d'un fonds libéral qui a pu être cédé ?

Fabrice Marchisio : Oui, les belles études de notaires...

Yves Wehrli : Bien sûr, mais là nous sommes en situation de monopole.

Fabrice Marchisio : Avec surtout une forte atomisation de la clientèle. Le fonds a une valeur patrimoniale, car le risque est très diversifié en cas de transfert.

Yves Wehrli : Le notaire est le point de passage obligé pour beaucoup de monde. Pour un banquier, d'ailleurs, il est plus rassurant de prêter à un notaire qu'à un avocat.

Jean-René Griton : Il est difficile de faire comprendre au banquier votre métier. Le problème sera le même en cas d'introduction en bourse.

Yves Wehrli : L'exemple australien ne prouve-t-il pas l'inverse ?

Jean-René Griton : On parle de soixante millions de dollars australiens, ce n'est rien.

Yves Wehrli : Je n'en suis pas si sûr. J'ai été surpris du montant. Allez dire à un avocat français que 60 millions de dollars, ce n'est rien !

Jean-René Griton : Pour une place boursière, ce n'est pas grand-chose. Il



AURIGNAC FINANCE

semblerait en revanche que des fonds d'investissement aient rendu visite à tous les cabinets en Angleterre ces derniers temps.

Yves Wehrli : Je ne suis pas au courant...

Jean-René Griton : Ces fonds auraient deux options en termes de stratégie : soit investir une activité pérenne et en croissance, soit viser la consolidation à partir de petits cabinets pour en faire de plus grosses structures.

Olivier Chaduteau : A partir de mars 2009, les cabinets là-bas pourront ouvrir leur capital à des non-avocats à hauteur de 25 % dans le cadre d'une *Legal Disciplinary Practice* (LDP). L'*Alternative Business Structure* (ABS) qui permettra une ouverture majoritaire est plutôt attendue pour 2011-2012.

Jean-René Griton : Là-bas, même la grande distribution s'est intéressée au secteur.

Yves Wehrli : C'est ce qui a été mis en avant, mais c'est une caricature.

Fabrice Marchisio : Un cabinet d'avocats qui aurait pour investisseur exclusif une banque ou une chaîne de grande distribution perdrait son image de cabinet indépendant. Ce serait alors un autre modèle, plus confortable en apparence, mais beaucoup plus dangereux aussi.

Yves Wehrli : Mais est-ce finalement bien différent de ce qui existe aujourd'hui en termes de conflit, non pas d'intérêts, mais commercial ? Cela étant, si une banque devait intégrer son propre cabinet d'avocats, ce serait pour faire de l'intégration verticale.

Fabrice Marchisio : Économiquement, cela reviendrait à intégrer un service juridique.

Jean-René Griton : Non, une banque pourrait mettre en avant son propre cabinet d'avocats, comme BNP met en avant son offre immobilière.

Yves Wehrli : Il faut penser en termes de notoriété et d'image. Si l'image que vous renvoyez n'est pas synonyme de confiance, votre fonds de commerce en souffrira. L'avenir de l'avocat n'est pas compatible avec ces exemples caricaturaux.

Jean-René Griton : Si si... Je ne suis pas du tout d'accord avec ça.



L'exemple des banques prouve que c'est possible.

Fabrice Marchisio : Dans le modèle de la « sophistication », les clients cherchent à s'identifier à leur avocat. Certains marchés totalement atomisés, comme celui des divorces à l'amiable, permettraient peut-être moins d'*intuitu personae*, et encore, dans certaines limites.

Jean-René Griton : Ce sont les cabinets spécialisés dans ces domaines qui devraient être intéressés.

Olivier Chaduteau : Dans les cabinets d'affaires, en plus de tout ce que vous avez mentionné plus tôt et qui représente de véritables sources de coûts, j'ajouterais le recrutement. Recruter les meilleurs aussi coûte cher. En gros, l'ouverture permettrait le développement. Et en particulier le développement international. Est-ce que cela aiderait Clifford, par exemple, à entrer fortement sur le marché américain ?

Yves Wehrli : Je ne suis pas certain qu'il y ait un tel impact. En Angleterre, tout cela risque de se limiter à l'effet

d'annonce. Le marché du droit est très concentré. Or, les plus gros cabinets ont les reins assez solides pour faire appel à l'emprunt bancaire. Et les autres n'auront pas les ambitions nécessaires. Il n'est pas sûr que cela ait l'effet structurant annoncé.

Fabrice Marchisio : L'ouverture du capital ne devrait pas avoir un effet déterminant sur le « premier tiers »

des cabinets, pour reprendre la terminologie anglo-saxonne, compte tenu de leur forte sophistication et de leur accès au crédit. En revanche, elle fera très probablement naître des modèles économiques inconnus jusque-là, surtout chez les professionnels dont l'activité peut être « normée » plus facilement.

Yves Wehrli : C'est dans cette tranche-là que l'on va trouver les cabinets les plus intéressés. En France, soit dit au passage, je crois qu'il existe déjà une possibilité d'ouverture du capital, mais limitée aux anciens avocats.

Olivier Chaduteau : On pourrait ouvrir d'abord à certains métiers liés à l'activité et aux besoins des clients, comme les conseils financiers, les professionnels de la due diligence, qui travaillent déjà main dans la main avec les fiscalistes.

Yves Wehrli : Ça aurait aussi un intérêt pour le cabinet.

Olivier Chaduteau : En tout cas certains qui, il y a un an encore, poussaient des cris d'orfraie, clamaient « jamais jamais ! » écoutent aujourd'hui tout ça avec attention. L'évolution des mentalités est très rapide.

Yves Wehrli : Les verrous psychologiques sautent effectivement plus rapidement ces derniers temps, il me semble. Mais il est essentiel, je crois, de limiter les éventuelles entrées au capital à des prises de participation minoritaires. C'est important, surtout vis-à-vis du public. Tout cabinet qui s'approcherait des 50 % de capital venu de l'extérieur verrait son image modifiée. Or, un cabinet d'avocats doit être simple, lisible, efficace. Question de déontologie.