

# NextStep

LE MAGAZINE DE LA CROISSANCE DES ENTREPRISES - MARS 2024 N°18

GOUVERNANCE

**CONSEIL D'ADMINISTRATION**  
UNE ÉVALUATION FORMALISÉE  
TOUS LES 3 ANS

PRIVATE EQUITY

**INVESTISSEUR/ MANAGER**  
UN COUPLE À L'ÉPREUVE  
DU TEMPS

M&A

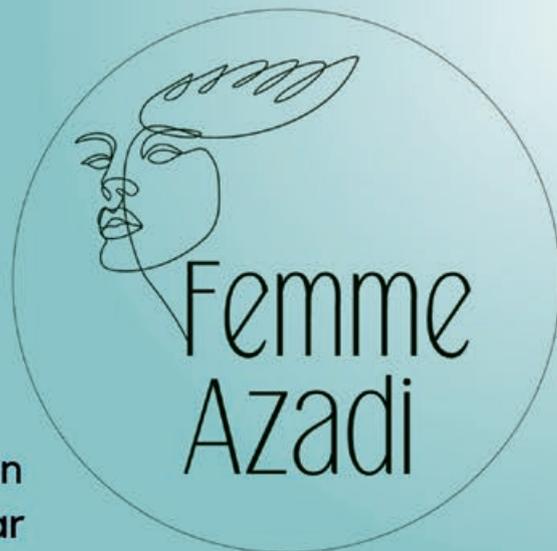
**START-UP STUDIO**  
LA TROISIÈME  
VOIE

[ FANNY LETIER, CO-FONDATRICE  
DE GENE0 CAPITAL ENTREPRENEUR

**« LA FINANCE  
POSITIVE EST  
NOTRE RAISON  
D'ÊTRE »**



# FEMME VIE LIBERTÉ



L'association Femme Azadi\* (« liberté » en persan), a été créée spontanément par une dizaine de femmes franco-iraniennes à la suite du soulèvement révolutionnaire causé par la mort de Mahsa Jina Amini, le 16 septembre 2022.

## Notre objectif :

- Sensibiliser l'opinion publique française, les médias et les politiques, à la condition du peuple iranien qui lutte contre l'oppression sanguinaire de la République Islamique d'Iran
- Porter la voix du peuple iranien à l'extérieur des frontières en organisant et participant aux mobilisations et manifestations de toutes sortes
- Aider par tout moyen le peuple iranien dans sa quête de liberté
- Soutenir les droits fondamentaux des femmes, hommes et enfants iraniens

*Pour soutenir nos actions, vous pouvez faire un don*



<https://www.helloasso.com/associations/collectif-femme-azadi>



**Suivez nos actions sur @femmeazadi**

\*Association laïque, Femme Azadi ne dépend d'aucun mouvement politique, qu'il soit français, iranien ou étranger

# Saisir les opportunités

Après une baisse en valeur de 25 % au niveau mondial et de 28 % en France en 2023, le marché des fusions-acquisitions devrait reprendre des couleurs en 2024. C'est en tout cas le sens de l'étude publiée par PwC en ce début d'année qui veut croire à une multitude de **signaux positifs** témoignant « *de la volonté des acteurs du M&A de réaliser des transactions plus importantes et plus complexes* ».

La **transition énergétique**, qui est actuellement au cœur des attentions en Europe, pourrait constituer un levier intéressant pour s'engager dans des opérations de croissance externe. Le baromètre Cleantech de France Invest pour 2023 confirme d'ailleurs cette opportunité en révélant que, malgré des conditions de marché difficiles, plus de 180 opérations de financement ont été réalisées par les professionnels du capital investissement dans le secteur de la transition énergétique et écologique, en France, en 2023, pour un montant de 4,4 Mds€.

Plus globalement, l'ensemble des nouveaux **enjeux ESG** constituent aujourd'hui autant d'opportunités

et de défis pour les acteurs du M&A, comme l'ont expliqué les invités de la table ronde reproduite dans ce numéro. **L'AUDACE**, la créativité et la capacité des dirigeants à repenser leurs modèles seront essentiels dans les prochaines années.

La directive européenne CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive), applicable depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2024, doit donc être perçue, non pas comme un nouveau fardeau administratif, mais bien comme une opportunité pour faire avancer les entreprises sur la voie du progrès, tout en leur permettant d'être plus **ATTRACTIVES** vis-à-vis des investisseurs. Une récente étude de la DGE (Direction générale des entreprises) révèle que les entreprises françaises reconnaissent le mérite de cette réglementation qui les incite à améliorer leur propre bilan environnemental et social, tout en valorisant leurs actions passées et en créant un cadre vertueux pour la transition environnementale. Une inquiétude est cependant pointée s'agissant de leur compétitivité dans un cadre réglementaire international qui est loin d'être **homogène**.  
À quand des négociations constructives sur un standard mondial ?

[ ONDINE DELAUNAY ]

## NextStep LE MAGAZINE DE LA CROISSANCE DES ENTREPRISES

Édité par Juriste d'affaires et décideurs, une filiale d'Info6tm.

Siège social :  
137 quai de Valmy, 75010 Paris.  
SAS au capital de 1000 euros  
RCS Paris 823 067 483.

Dépôt légal : à parution.  
ISSN : en cours.

Président, directeur de la publication :  
François Grandidier.

Rédactrice en chef :  
Ondine Delaunay.

Directrice de clientèle :  
Laure Dolige.



Journalistes : Charles Ansabère,  
Houda El Boudrari et Arnaud Lefebvre.  
Mise en page, fabrication : Pixel6TM.  
Photographie : Claire Dem, Adobe Stock, DR.  
Couverture : Droits réservés.

Impression : Socosprint, 36 route d'Archettes,  
88000 Épinal

Origine géographique du papier : Espagne.  
Taux de fibres recyclées : 0,27 %.  
Certification des fibres utilisées :  
PEFC. Indicateur environnemental :  
Ptot 0,01 kg/tonne.



10-31-1260 / Certifié PEFC / Ce produit est issu de forêts gérées durablement et de sources contrôlées. / pefc-france.org

Toute reproduction ou représentation intégrale ou partielle par quelque procédé que ce soit, des pages publiées dans la présente publication, faite sans autorisation de l'éditeur est illicite et constitue une contrefaçon. Les noms, prénoms et adresse de nos abonnés sont communiqués à nos services internes et organismes liés contractuellement avec la publication, sauf opposition motivée. Dans ce cas, la communication sera limitée au service abonnement. Conformément à la loi du 06/01/78, ces informations peuvent donner lieu à l'exercice d'un droit d'accès et de rectification auprès de INFO6TM - Direction commerciale.



## AU SOMMAIRE N°18 - MARS 2024

### [coup de projecteur

**06 FANNY LETIER,  
CO-FONDATRICE DE GENE  
CAPITAL ENTREPRENEUR**

« La finance positive est  
notre raison d'être »

### [gouvernance

**10 ÉCLAIRAGE**  
Quand les conseils passent  
par la case évaluation

**12 FOCUS**  
Pour Phitrust, le partage  
de la valeur passe par la Sapo

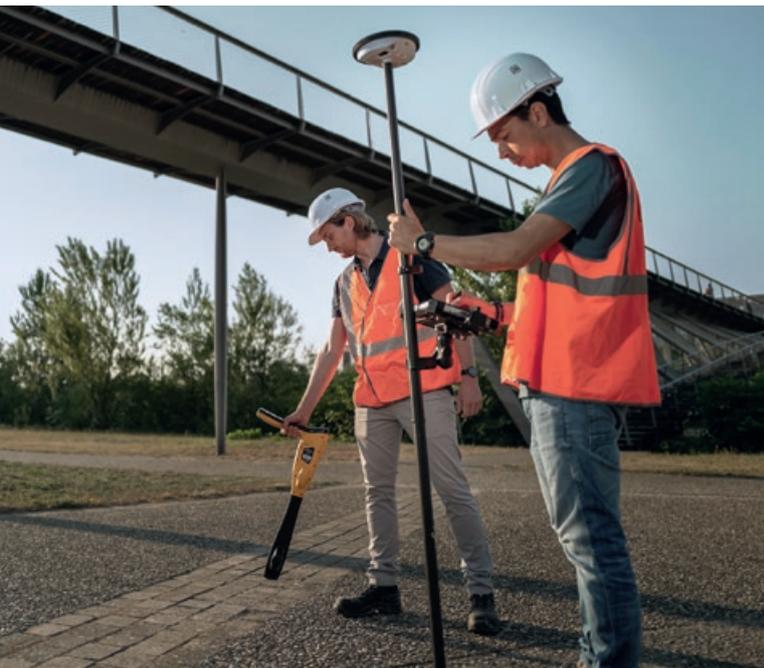
**14 INTERVIEW CROISÉE**  
Protéger ses données face  
aux demandes des autorités  
étrangères

### [private equity

**18 ÉCLAIRAGE**  
Le couple investisseur/manager  
à l'épreuve du temps

**20 FOCUS**  
Sogelink bétonne  
sa croissance

**22 INTERVIEW CROISÉE**  
Lazeo, l'essor réglementé



26



36

## [restructuring

### 26 ÉCLAIRAGE

Trois ans de répit pour restructurer son PGE

### 28 FOCUS

Un retournement de petit calibre pour Verney-Carron ?

## [m&a

### 32 ÉCLAIRAGE

Start-up studio, la troisième voie

### 34 FOCUS

Elis, une stratégie de croissance externe sans faux pli

### 36 TABLE RONDE

ESG, les nouveaux enjeux pour le M&A



**ELLE EST  
COMME ÇA...**

**UNE FIERTÉ ?**

*L'investissement dans GENE0 de la Caisse des dépôts, via sa filiale la Banque des Territoires, parce qu'il vient consacrer mon parcours public et privé que j'ai toujours tenu à concilier.*

**UN ÉCHEC ?**

*Je n'ai pas encore réussi à convaincre le législateur et France Invest que la réglementation actuelle sur le capital investissement ne prend pas suffisamment en compte les spécificités des evergreen, qui ne sont pas éligibles au PEA ou à l'épargne salariale par exemple.*

**UN PROJET ?**

*Écrire un livre sur ma grand-mère, qui s'appellera « Le café », pour raconter tout ce que j'ai pu observer, petite, dans son café situé au cœur des Flandres, en termes de transformation de la vie politique, agricole et économique française.*

© DR

**ALORS QUE GENEО CAPITAL ENTREPRENEUR** vient de souffler ses cinq premières bougies, Fanny Letier, co-fondatrice avec François Rivolier, a raconté à la rédaction de NextStep comment cette société d'investissement s'engage auprès des ETI et pré-ETI pour accompagner leur développement.

## « La finance positive est notre raison d'être »

**GENEO Capital Entrepreneur est une société d'investissement evergreen, un modèle encore rare en France. Qu'est-ce qui vous a inspiré ?**

Avant de me lancer dans l'aventure entrepreneuriale, j'ai dirigé les accélérateurs PME et ETI de Bpifrance. J'avais constaté que nombre d'entreprises se freinaient dans leur plan de croissance parce qu'elles refusaient d'ouvrir leur capital à un fonds. Elles restaient dans une logique malthusienne, calant leur croissance sur leurs cash flows dégagés et sur les prêts des banques. Avec François Rivolier, qui dirigeait les fonds d'investissement de Société Générale, nous avons cherché à comprendre leur défiance vis-à-vis des fonds d'investissement, surtout ceux qui restent minoritaires et n'entraînent donc pas de risque de perte d'indépendance. Parmi les arguments qui nous ont été présentés, nous avons notamment relevé celui du désalignement temporel entre les dirigeants de PME ou d'ETI qui se projettent au moins à l'échelle d'une génération, donc une vingtaine d'années, avant de se demander à qui ils peuvent transmettre ou céder. À leurs côtés, les fonds d'investissement sont, pour leur part, enserrés dans des contraintes d'investissement de cinq ans en moyenne, les obligeant à arrêter d'investir dans l'entreprise au bout de trois ans pour préparer leur sortie. Au sein de la gouvernance de l'entreprise, ces horizons temporels différents créent un désalignement stratégique provoquant des stops & go notamment sur les capex, un manque d'agilité et un risque de passer à côté d'une opportunité de croissance externe très intéressante pour rester leader sur son marché. Lorsque j'exerçais comme secrétaire générale du Ciri, entre 2010 et 2012, j'avais en outre constaté que certaines entreprises devaient parfois vivre concomitamment deux périodes difficiles, non seulement

la crise financière mais aussi la sortie du fonds actionnaire. Ces constats nous ont poussés à réfléchir à une forme de véhicule d'investissement contracyclique, capable de s'adapter au cycle naturel de l'entreprise et à l'environnement macro-économique. Rappelons-nous qu'il y a cinq ans, nous sortions de dix ans de croissance et tout le monde s'attendait à un retournement de cycle, même si personne n'imaginait une pandémie mondiale ! Nous nous sommes donc inspirés du modèle *evergreen* que pratiquait déjà François Rivolier, pour créer une société d'investissement indépendante et entrepreneuriale, dont il y avait déjà quelques exemples réussis en Belgique, dans les pays scandinaves et au Canada.

**Comment le modèle a-t-il été accueilli en France ?**

Le décollage de GENEО a été assez rapide. Il répond à la fois à un besoin et à une forte attente, sur le plan de l'investissement bien sûr, mais aussi sur celui de l'accompagnement. Nous avons en effet mené 27 investissements en 5 ans – dont 21 en *evergreen* – et avons levé 600 M€ dont 330 M€ en *evergreen*. Au démarrage, nous avons levé 90 M€ exclusivement auprès de family offices et d'entrepreneurs. Puis, les institutionnels nous ont fait confiance. Dès la première année, GENEО a signé trois investissements. Et la pandémie a débuté. Passé la surprise, elle s'est finalement révélée être un accélérateur puisque GENEО a réalisé six investissements en 2020. Nous avons même procédé à des réinvestissements dans les sociétés dans lesquelles nous étions déjà actionnaires, pour les aider à mener des acquisitions à contrecycle. Nous avons également poussé nos entreprises en portefeuille à rester offensives pendant le Covid, notamment s'agissant de

&gt;

## QUELQUES CHIFFRES

**3**  
véhicules  
d'investissement créés

**27**  
sociétés investies

**600 M€**  
levés dont 330 M en  
evergreen

**52**  
croissances externes  
réalisées

**1**  
raison d'être : « Mettre à  
disposition de l'économie  
réelle une finance  
positive qui concilie  
performance et sens ».

la digitalisation ou de la croissance à l'international, démontrant ainsi toute la force de notre modèle d'accompagnement.

### Quelle est justement l'originalité de ce modèle d'accompagnement ?

Nous apportons aux entreprises des fonds propres, du conseil et une communauté business. Il est rare que ces trois offres soient proposées au sein d'un même fonds qui dédie des salariés à ces missions d'accompagnement. Près de 50 % de nos équipes sont affectées au conseil opérationnel (en M&A, impact, RSE, digital, innovation, structuration du passif) et à la communauté business pour faciliter les mises en relation entre nos 220 familles et entrepreneurs-investisseurs et les dirigeants des sociétés en portefeuille. Nous avons en outre constitué un vivier de consultants spécialisés, adaptés à de la PME, pour conduire des missions de formation, de management de transition, de temps partagé, dans l'optique de mener des actions concrètes de transformation et non un simple diagnostic. GENEО se veut être un véritable sparring-partner au sein de ses sociétés investies.

### Quelles ont été les réactions des dirigeants que vous accompagnez car ce sont tout de même des démarches très « hands-on » ?

GENEO Capital Entrepreneur reste toujours minoritaire au capital avec des investissements allant de 3 à 30 M€, ce qui rassure les dirigeants. Nous n'imposons jamais, mais suggérons. Avant l'investissement, nous expliquons au dirigeant ce que l'on a compris de sa société et ce sur quoi nous pouvons l'accompagner. Sont alors esquissés les axes de notre feuille de route, que nous appelons « Carnet de croissance ». Post-investissement, le dirigeant co-signe avec nous les sujets sur lesquels il attend un accompagnement. En général, 80 % des attentes peuvent être menées par le management, GENEО se concentrant sur les 20 % restant pour apporter des ressources complémentaires à l'entreprise.

### Comment ciblez-vous vos investissements ?

Nous cherchons des sociétés de niche réalisant plus de 10 M€ de chiffre d'affaires et plus d'1 M€ d'Ebitda, qui ont une forme de leadership, qu'elles soient numéro 1 français ou qu'elles aient un temps d'avance en matière d'innovation, avec une ambition de devenir championnes européennes dans les services, ou internationales dans l'industrie. Nous les repérons dans les territoires, au sein des régions, grâce au soutien de notre réseau GENEО qui est extrêmement granulaire au niveau régional et qui comprend 45 family offices et 150 entrepreneurs. C'est une communauté multisectorielle

et multirégionale qui est active aussi bien en origination qu'en accompagnement. Nous allons également à la rencontre des entreprises grâce à l'organisation d'une trentaine d'événements par an, en partenariat parfois avec des clubs entrepreneurs ou avec des conseils financiers.

### Quelles sont vos perspectives pour 2024 pour vos trois véhicules d'investissement ?

L'année 2024 sera celle de l'arrivée à maturité de l'evergreen, qui est déployé à 100 %. Nous rentrons donc dans le moment de l'investissement de long terme et le véhicule va se développer par augmentations de capital régulières pour réinvestir dans les sociétés les plus dynamiques de notre portefeuille (en 2023, elles ont représenté un tiers des montants investis). J'ajoute que les 21 sociétés investies en evergreen ont réalisé 52 acquisitions, dont 26 à l'international. D'autres vont sortir car elles auront terminé un cycle et on remettra le capital au travail dans de nouvelles sociétés. Nous fonctionnons par cycle allant de cinq à sept ans. Mais si une entreprise va plus vite que prévu – ce qui a été le cas d'une société spécialisée dans la santé au travail et d'une autre agissant dans la transformation de l'immobilier de bureau – nous pouvons travailler avec eux à une opération intermédiaire, pour ainsi les accompagner sur une durée encore plus longue. Pour les sociétés qui connaissent un accident de parcours, nous n'avons pas de problème non plus à rallonger notre durée d'investissement : en prenant cette posture pendant le confinement, nous avons permis aux entrepreneurs de superposer les enjeux défensifs et offensifs. Pour nos investisseurs aussi cette arrivée à maturité est intéressante. Aujourd'hui, tout nouvel entrant sait exactement dans quoi il investit : dans 21 sociétés dont il acquiert une quote-part. Pour assurer la stabilité des ressources, GENEО verse un dividende aux investisseurs visant à les fidéliser dans le temps et nous permettre de travailler dans la durée avec les entreprises. S'agissant de notre programme Obligations relance, il est terminé. Nous avons investi dans 8 sociétés, dont 4 étaient déjà présentes dans la communauté GENEО. Nous attendons le programme des Obligations de transition qui pourrait sortir l'été prochain. Enfin, le fonds GENEО Mezzanine, instrument financier de quasi-fonds propres à impact, a déjà réalisé deux investissements significatifs. Nous allons continuer à déployer les 100 M€ de capitaux gérés auprès d'ETI porteuses d'un projet d'avenir, pour les accompagner dans la mise en œuvre de leur plan d'impact. C'est notre raison d'être : la finance positive !

[ ONDINE DELAUNAY ]

# governance

27,4 %

**DE FEMMES** DANS LES COMITÉS  
EXÉCUTIFS DU CAC 40

SOURCE : BAROMÈTRE 2024 D'ETHICS & BOARDS

30,2 %

**LE POURCENTAGE DE MIXITÉ**  
DES COMITÉS EXÉCUTIFS DANS  
LES ENTREPRISES SUÉDOISES

SOURCE : BAROMÈTRE 2024 D'ETHICS & BOARDS

27,3 %

**DE FEMMES** DANS LES COMITÉS  
EXÉCUTIFS DU SBF 120

SOURCE : BAROMÈTRE 2024 D'ETHICS & BOARDS

# QUAND LES CONSEILS PASSENT PAR LA CASE ÉVALUATION

*Dans une volonté de renforcer l'efficacité des organes de gouvernance et la pertinence de leurs actions, les conseils d'administration ou de surveillance d'entreprises cotées sont invités à débattre de leur fonctionnement chaque année et à procéder à une évaluation formalisée tous les trois ans. Une pratique vertueuse qui tend à se diffuser dans la sphère privée.*

## LE SUJET N'EST CERTES PAS NOUVEAU,

mais il a le vent en poupe dans un contexte où la pression réglementaire va croissant et où les enjeux ESG deviennent, pour les entreprises, de plus en plus prégnants. Preuve en est, l'Autorité des marchés financiers (AMF) y a consacré près de la moitié de son rapport 2023 sur le gouvernement d'entreprise des sociétés cotées. Conformément au code Afep-Medef, le conseil de ces dernières doit « *procéder à l'évaluation de sa capacité à répondre aux attentes des actionnaires qui lui ont donné mandat d'administrer la société, en passant en revue périodiquement sa composition, son organisation et son fonctionnement* ». Cet audit est censé se dérouler en deux temps. D'abord, une fois par an, le conseil d'administration ou de surveillance doit débattre de son fonctionnement. Ces discussions doivent ensuite être complétées, a minima tous les trois ans, d'une évaluation dite « formalisée ». Adapté aux entreprises cotées de taille moyenne, le code Middledenext recommande pour sa part au président du conseil d'inviter les membres à s'exprimer

chaque année sur le fonctionnement de l'organe, des comités éventuels, ainsi que sur la préparation de ses travaux.

### Trois objectifs ciblés

Cette évaluation est qualifiée d'« essentielle » par le Haut Comité de gouvernement d'entreprise (HCGE). De fait, elle vise trois objectifs déterminants dans la conduite de la stratégie d'un groupe et l'atteinte de ses engagements, financiers comme extra-financiers. Comme le stipule l'article 11.2 du code Afep-Medef, il est question de faire le point sur les modalités de fonctionnement du conseil, de vérifier que les questions importantes sont convenablement préparées et débattues et, enfin, d'apprécier la contribution effective de chaque administrateur aux travaux du conseil. « *Cet exercice constitue surtout pour un conseil l'occasion de s'interroger sur la pertinence de l'organisation qu'il a mise en place, retient Sylvie Le Damany, co-présidente de la commission juridique de l'Institut français des administrateurs (IFA). Car, davantage que la création de comités, il importe que chacun d'entre eux dispose d'un rôle et de prérogatives*

*précis d'une part, et que l'ensemble fonctionne de façon harmonieuse d'autre part.* » Co-présidente elle aussi de la commission juridique de l'IFA, Marie-Annick Darmaillac y voit un autre intérêt. « *Outre l'efficacité du conseil, la mission d'évaluation a pour objectif, à travers les discussions avec chaque administrateur, d'aider à déterminer les compétences supplémentaires dont l'organe de gouvernance aurait besoin pour mener à bien la stratégie de l'entreprise et lui permettre d'atteindre les objectifs qu'elle s'est fixés.* »

### Diverses thématiques explorées

Face à l'entrée en vigueur récente et à venir d'un arsenal de nouveaux textes liés notamment à la responsabilité environnementale (taxonomie européenne, directive CSRD sur le reporting de durabilité...) et sociale (devoir de vigilance...), la composition des conseils s'impose en effet depuis quelques années déjà comme l'un des thèmes centraux de ces revues. À ses côtés figurent d'autres thématiques telles que le respect des obligations légales et la qualité des relations entre

le conseil et le comité de direction. Comme le signale le spécialiste de l'évaluation et du pilotage de la gouvernance d'entreprise Ethics & Boards, la capacité du conseil à prendre en considération les questions stratégiques, en s'assurant que ses membres disposent d'une information et d'une formation adéquate – par exemple sur les sujets de RSE/ESG, de transformation digitale/risques cyber ou de ressources humaines –, est également au cœur des interrogations. « *Cette revue constitue enfin un excellent outil d'accompagnement en vue, notamment, de définir un plan de succession* », considère Pascal Durand-Barthez, associé de la structure indépendante de conseil Associés en Gouvernance. Mais plus que les axes d'analyse définis, l'intérêt de l'exercice dépendra de la façon avec laquelle la mission est pilotée en interne. « *Il importe que l'évaluation ne soit pas appréhendée par la présidence du conseil comme un simple exercice de conformité, mais comme une démarche à même d'apporter une réelle valeur ajoutée au niveau de la gouvernance* », insiste Florence Priouret, membre du bureau

de la commission juridique de l'IFA.

### Des marges d'amélioration...

Si ses tenants et aboutissants varient d'une entreprise à l'autre, le processus d'évaluation est relativement standard. « Il se décompose généralement en cinq étapes », fait remarquer Pascal Durand-Barthez, avant de les détailler : mise en place d'une data room pour analyser les documents afférents à la gouvernance (statuts, ordres du jour des réunions du conseil, PV, etc.) ; production d'un guide d'entretien adapté aux besoins de l'entreprise ; organisation d'entretiens avec les administrateurs ainsi qu'avec quelques personnalités extérieures à celui-ci mais en contact direct (secrétaire du conseil, directeur administratif et financier...) ; rédaction d'un rapport ; restitution de celui-ci auprès des intéressés, suivie de la publication d'une synthèse dans le rapport annuel.

« Dans certains cas, l'évaluation débouche sur la mise en place d'un plan d'actions, avec un suivi après trois mois », observe Sylvie Le Damany. Dans son rapport 2023 sur le gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, l'AMF s'est justement penchée sur la pratique de 50 entreprises du SBF 120 dans ce domaine. Quelques bémols ont certes été relevés. Parmi eux, les informations fournies par les sociétés sur les suites données à l'évaluation sont souvent parcellaires. En outre, 16 % des groupes étudiés n'ont pas mené d'évaluation de la contribution individuelle des administrateurs, ce qui est pourtant requis par le code Afep-Medef.

### ... mais un large satisfecit

Pour autant, le bilan dressé par le régulateur est largement positif. Il est vrai que 92 % des sociétés de l'échantillon ont procédé à une évaluation du conseil en 2022, en consacrant au moins un

point de leur ordre du jour à une discussion sur son fonctionnement. De plus, elles sont 98 % à avoir réalisé une évaluation formalisée au moins tous les trois ans. Surtout, 68 % des entreprises vont chaque année « au-delà du débat », souligne l'AMF, en demandant aux administrateurs de répondre à des questionnaires d'auto-évaluation, voire en organisant des entretiens dédiés. « Au fil des années, les questionnaires sont de plus en plus fournis et n'hésitent pas, parfois, à « gratter là où cela fait mal » », abonde Sylvie Le Damany. Autre développement vertueux pointé par les experts de la gouvernance : de tels audits commencent à se diffuser dans l'univers des entreprises non cotées, y compris de PME. Comme quoi, en matière de bonne gouvernance, l'exemple peut aussi venir du haut.

[ARNAUD LEFEBVRE



👉 Marie-Annick Darmaillac, co-présidente de la commission juridique de l'IFA.



👉 Florence Priouret, membre du bureau de la commission juridique de l'IFA.

### LES 3 BONNES PRATIQUES, SELON L'AMF

- ✓ Communiquer la date, l'objectif et les résultats de la dernière évaluation du conseil
- ✓ Évaluer la politique de diversité et la matrice de compétences afin de s'assurer de la cohérence de la composition globale du conseil et de s'interroger sur la pertinence des objectifs fixés
- ✓ Évaluer les critères de composition du conseil en vue de mettre en place un véritable plan de succession des administrateurs

## LA QUESTION SENSIBLE DE L'INDÉPENDANCE DE L'ÉVALUATEUR

Facultative, la nomination d'un consultant externe pour mener l'évaluation triennale du conseil est une pratique recommandée par de nombreux acteurs de la gouvernance. Selon Ethics & Boards, 40 % des acteurs du CAC 40 et 30,8 % de ceux du SBF 120 ont opté pour cette approche en 2022. Également favorable à l'intervention d'un tiers, l'AMF appelle néanmoins les dirigeants et les administrateurs à une vigilance extrême autour du risque de conflit d'intérêts associé. De fait, si quelques structures indépendantes et spécialisées proposent de telles prestations, celles-ci sont généralement menées par de grands cabinets de conseil qui fournissent, en parallèle, d'autres services en matière notamment d'aide au recrutement de cadres, voire d'administrateurs. « Pour des raisons d'indépendance, il est important d'être prudent lorsqu'un cabinet de conseil commercial fournit d'autres services de conseil en même temps que l'évaluation du conseil, ou lorsque le même cabinet de conseil est systématiquement sélectionné pour fournir l'évaluation du conseil sur une longue période », a ainsi mis en garde l'European Confederation of Directors' Associations (ecoDa), une organisation qui représente les administrateurs et les professionnels de la gouvernance, dans une « déclaration de position » publiée fin janvier. Sur la base d'une analyse portant sur 50 sociétés du SBF 120, l'AMF a constaté que 8 % des sociétés du panel ont désigné une personne qui n'est pas indépendante pour diriger l'évaluation, « en contrariété avec le code ». Afin de dissiper toute polémique, une rotation des conseils mandatés est grandement préconisée. L'AMF invite également les sociétés à veiller à l'indépendance du consultant extérieur et à apporter des précisions à cet égard dans son rapport sur le gouvernement d'entreprise.

# POUR PHITRUST, LE PARTAGE DE LA VALEUR PASSE PAR LA SAPO

*Deux ans après avoir adopté la qualité d'entreprise à mission, la société de gestion Phitrust, pionnière de l'investissement à impact, a récemment choisi de modifier ses statuts dans le but de mieux associer ses salariés à la gouvernance et au partage de la valeur. Un double objectif que lui permet d'atteindre la société anonyme de participation ouvrière (Sapo), un dispositif plus que centenaire mais largement méconnu.*

## UN PIONNIER DANS SON DOMAINE

qui, un peu plus de vingt ans après sa création, ne cesse d'innover. En 2003, Olivier de Guerre et Denis Branche donnaient naissance à Phitrust, une société de gestion dont l'ambition consistait, déjà à l'époque, à inciter les dirigeants des grandes entreprises cotées à accélérer la transition de leur modèle d'affaires. Trois ans plus tard, celle-ci créait une fondation dédiée à l'entrepreneuriat social, avant de lancer le premier fonds d'investissement pour accompagner le développement d'entreprises non cotées à impact social. En 2011, elle participait aux côtés d'ONG au dépôt de la première résolution environnementale en France lors de l'assemblée générale de TotalEnergies. S'étant rapidement imposée comme une référence de la finance à impact en France, avec notamment près d'une cinquantaine d'entreprises sociales financées et accompagnées et autant de résolutions déposées en AG en l'espace de deux décennies, Phitrust a aussi su se distinguer sur le front de la gouvernance.

## Deux types d'action

En juin 2021, la société de gestion, parfois qualifiée d'actionnaire activiste, a non seulement inscrit dans ses statuts une

raison d'être (voir encadré), mais elle est aussi devenue à cette occasion l'un des tout premiers acteurs du secteur de la gestion d'actifs à adopter la qualité d'entreprise à mission. Ce n'est pas tout. Deux ans après cette annonce, Phitrust a en effet décidé d'aller encore plus loin dans son engagement ESG, en particulier sur le volet « G », en transformant ses statuts juridiques. « Cette démarche répondait à un double objectif, à savoir faire participer les salariés à la gouvernance de la société d'une part, et mieux les associer au partage de la valeur créée d'autre part », témoigne Olivier de Guerre, son président-directeur général. Pour ce faire, Phitrust, jusqu'alors société anonyme (SA), a jeté son dévolu sur une forme aussi originale que méconnue : la société anonyme à participation ouvrière, ou Sapo. « C'est en discutant avec Pierre Valentin, un ancien dirigeant du groupe Crédit Coopératif qui venait de lancer l'Association de Promotion des Sapo, que j'ai véritablement pris connaissance de ce statut », poursuit Olivier de Guerre. Modestement remise au goût du jour par la loi Pacte de 2019, la Sapo est pourtant apparue... un siècle plus tôt ! C'est en effet la loi Briand du 26 avril 1917 qui l'a instituée, avec justement la volonté de proposer un dispositif offrant à la fois aux salariés une meilleure représentation dans les organes délibérants de la SA et une participation aux bénéfices. Malgré son ancienneté, rares sont les entreprises qui l'ont depuis expérimentée (Union de transports aériens avant son absorption par Air France, Ambiance Bois...). Un échec qui ne s'explique en aucun cas par son mode de fonctionnement, particulièrement simple. Définie dans le code de commerce entre ses articles L225-258 et L225-270, la société

“ LE PLUS COMPLIQUÉ DANS NOTRE CHANGEMENT DE STATUTS AURA ÉTÉ D'EXPLIQUER LE DISPOSITIF DE LA SAPO AU GREFFE DU TRIBUNAL DE COMMERCE »  
**OLIVIER DE GUERRE**



👉 Olivier de Guerre, président-directeur général de Phitrust.

des dividendes versés, cette fraction correspondant aux titres détenus par la SCMO. « La SCMO délibère d'ailleurs, au niveau du conseil, sur les modalités de versement des dividendes. L'an dernier, il a été décidé que la distribution se ferait de façon égalitaire, l'ensemble des actionnaires recevant ainsi le même montant », signale Olivier de Guerre. Pour pouvoir prétendre aux actions de travail, Phitrust et sa SCMO ont défini deux conditions. Déjà, une durée de présence dans l'entreprise d'au moins un an est nécessaire. Ensuite, il faut rester dans l'entreprise pour continuer d'en avoir la jouissance. Aujourd'hui, la vingtaine de salariés de Phitrust possède 10% d'actions de travail. « À cela s'ajoutent 10% d'actions gratuites, soit 20% du capital au total », précise Olivier de Guerre, dont l'intention est de faire croître cette part dans les prochaines années. Et l'investisseur de lancer un appel. « Je m'étonne que la Sapo ne soit jamais évoquée durant les discussions sur le partage de la valeur au sein des entreprises. Pouvoir associer ainsi ses salariés à la gouvernance constitue une chance immense ». À bons entendeurs...

[ARNAUD LEFEBVRE

anonyme à participation ouvrière comprend deux types d'action. D'un côté, on trouve les actions dites de capital, qui correspondent aux apports effectués par les associés. D'un autre côté, on retrouve les actions dites de travail, qui sont quant à elles la propriété exclusive et collective des salariés regroupés en une entité, dénommée « société coopérative de main-d'œuvre » (SCMO).

### Un outil de fidélisation

N'étant pas la contrepartie d'un apport, ces actions de travail confèrent plusieurs droits aux salariés. « Elles leur permettent déjà, à travers la SCMO, de disposer d'un représentant au sein du conseil d'administration, explique Olivier de Guerre. À ce titre, ces derniers ont voix au chapitre en ce qui concerne la stratégie de l'entreprise et ses projets de développement ». Certes, la nomination d'un représentant des salariés aurait été possible sans l'adoption du statut de Sapo. « Toutefois, la présence de celui-ci au conseil d'administration aurait tenu à une décision des actionnaires et administrateurs, qui pourraient facilement revenir dessus ultérieurement. Dans le cas de la Sapo, cette présence est inscrite dans les statuts, inscrivant de ce fait dans le long terme l'association des salariés à la gouvernance de l'entreprise », insiste le dirigeant.

### 20% du capital

L'autre atout des actions de travail réside dans le fait qu'elles permettent aux intéressés de voter lors des assemblées générales et de percevoir une fraction

### UNE MISSION EN BONNE VOIE

« Phitrust respecte chacun des objectifs sociaux et environnementaux qu'elle s'est donné pour mission de poursuivre, en cohérence avec sa raison d'être et son activité au regard de ses enjeux sociaux et environnementaux. » Telle est la conclusion rendue l'an dernier par le cabinet Baker Tilly qui, en tant qu'organisme tiers indépendant (OTI), a été mandaté par l'entreprise pour vérifier la bonne exécution des objectifs sociaux et environnementaux liés à sa qualité de société à mission entre mi 2021 et fin 2022. En juillet 2021, Phitrust s'était en effet doté de la raison d'être suivante : « Investir pour agir et contribuer à faire grandir les entreprises qui intègrent au cœur de leur stratégie le développement de l'être humain et la préservation de notre planète ». Dans ce cadre, elle avait déterminé cinq engagements :

- ✓ gérer des véhicules d'investissement soutenant le développement d'entreprises qui mettent l'impact environnemental et social au cœur de leurs stratégies ;
- ✓ agir en tant qu'actionnaire engagé auprès des entreprises cotées en exerçant tous les leviers de l'engagement actionnarial pour faire évoluer leurs gouvernances ainsi que leurs modèles d'affaires et leurs pratiques environnementales, sociales ;
- ✓ agir en tant qu'actionnaire engagé auprès des entreprises non cotées porteuses d'une vision inclusive de la société en accompagnant leur développement ;
- ✓ favoriser entre ces acteurs l'émergence de partenariats et/ou projets porteurs de solutions innovantes ;
- ✓ mobiliser les investisseurs et les parties prenantes en faveur d'une finance au service du bien commun.

# PROTÉGER SES DONNÉES FACE AUX DEMANDES DES AUTORITÉS ÉTRANGÈRES

*Les entreprises françaises agissant dans un cadre mondial doivent, de plus en plus régulièrement, faire face à des demandes de transmission de documents internes par des autorités étrangères dans le cadre d'enquêtes ou de procédures judiciaires internationales. Pour protéger la fuite d'informations sensibles, la loi de blocage de 1968 a été réformée il y a dix-huit mois. Quelles leçons en tirer ?*

**ENTRETIEN  
CROISÉ** entre  
**Margot Seve**,  
european  
counsel,  
Skadden Arps  
et **Cécile  
Di Meglio**,  
responsable  
contentieux  
et enquêtes,  
Société Générale

▶ Margot Seve

**La loi de blocage a été réformée au premier trimestre 2022. Quel nouveau cadre procédural prévoit aujourd'hui le texte ?**

**Margot Seve :** La loi de blocage édicte deux interdictions aux entreprises françaises. D'abord celle de partager avec les autorités étrangères des informations sensibles pour la souveraineté de notre pays. Je pense par exemple à des plans d'une centrale nucléaire, une information qui ne sera bien sûr jamais diffusée hors de la France. En dehors de cette hypothèse d'information sensible souveraine, la seconde interdiction prévoit que si l'entreprise se voit demander de livrer des informations à une autorité étrangère, elle doit le faire par le biais de traités existants. De nombreux traités ont en effet été signés avec des pays étrangers, visant à réglementer le partage de preuves dans le cadre de procédures internationales.

Les entreprises qui reçoivent une demande d'information étrangère ont l'obligation de prévenir les autorités françaises. Et elles doivent désormais passer par une autorité administrative, le Sisse (Service de l'information stratégique et de la sécurité économique), chargée depuis 2022 de les aiguiller sur la procédure à suivre pour transmettre les informations et les aider à répondre à une demande étrangère. Par exemple s'il s'agit d'une requête émanant de la SEC américaine, le Sisse désignera l'AMF comme interlocuteur pour transmettre les informations demandées.

L'autorité vérifiera bien entendu si le contenu des données à transmettre ne correspond pas à des informations sensibles souveraines.

**L'entreprise n'est donc plus autonome dans ses relations avec les autorités étrangères ?**

**Cécile Di Meglio :** Les entreprises reçoivent de nombreuses demandes de production de documents dès lors qu'elles ont des activités à l'étranger. Le Sisse accompagne les entreprises dans leurs relations avec les autorités étrangères lorsqu'elles en ont le besoin ou lorsqu'elles perçoivent une réticence de l'autorité étrangère à passer par l'entraide judiciaire. Mais c'est l'entreprise qui garde la main dans ses relations avec l'autorité. Et nous percevons l'avis de l'administration comme étant non contraignant, même si dans les faits nous mettons tout en œuvre pour nous y conformer.

**Margot Seve :** Nous déconseillons aux entreprises de perdre le contact avec l'autorité étrangère dans le cadre de la procédure internationale, au profit du Sisse.

**Quelles conséquences pratiques pour les entreprises depuis l'entrée en vigueur de la réforme ?**

**Margot Seve :** Cette réforme a entraîné des conséquences importantes sur la perception par les autorités étrangères de la loi de blocage. Jusqu'à présent, le texte de 1968, réformé en 1980, n'était pas pris très au sérieux puisqu'il n'y avait eu qu'une seule condamnation sur son fondement dans une affaire assez particulière. Les autorités la concevaient plutôt comme un argument dilatoire lorsque l'entreprise française l'invoquait pour bloquer la transmission des informations demandées. La réforme a permis de rappeler l'existence et la vigueur de la loi de blocage. La réforme a également eu pour effet de



préciser le rôle de ce guichet unique, dit Sisse.

### **Comment se passent vos relations avec le Sisse ?**

**Cécile Di Meglio :** Société Générale a contacté le Sisse à plusieurs reprises, plutôt pour lui signaler d'éventuelles difficultés d'invocation du traité d'entraide. Le Sisse a alors été très réactif, transmettant un courrier à l'entreprise (en français et en anglais) pour que celle-ci le transfère à l'autorité étrangère et qui rappelait l'application de la loi et la nécessité pour celle-ci de respecter les procédures.

**Margot Seve :** La discussion est très ouverte avec le Sisse, les échanges sont nombreux et les services très efficaces. Le rôle de l'avocat est d'obtenir un avis le plus rapidement possible. Lorsque la situation est évidente, il est parfois possible d'obtenir un avis en trois jours qui liera toute l'administration. Dans des situations bien plus complexes, il m'est arrivé de proposer une voie pour transmettre les informations à une autorité étrangère à laquelle le Sisse n'avait pas pensé, mais qu'il a validée. Pour certains clients, nous avons eu des résultats relevant de l'innovation juridique avec le soutien écrit du Sisse. Finalement, la statistique des informations interdites à la transmission est très faible. Le Sisse n'est pas chargé de bloquer la procédure, mais de vérifier que le droit français est bien appliqué.

**Cécile Di Meglio :** En matière civile et commerciale particulièrement, il est important pour les entreprises françaises de pouvoir démontrer que l'application du traité d'entraide ne va pas venir ralentir inutilement la procédure pendant à l'étranger. J'avais beaucoup insisté sur ce point lors des réflexions de place sur la réforme, c'est le gage de la crédibilité de la coopération de l'entreprise face aux autorités étrangères. Celle-ci peut se retrouver dans une situation difficile à l'égard des autorités de poursuite si elle ne produit pas les documents, et si elle les transmet directement c'est en France qu'elle connaîtra des problèmes.

### **Comment apprécier le caractère sensible souverain de la donnée ?**

**Margot Seve :** Un guide Afep-Medef a été rédigé, en coopération avec le Sisse, pour aider les entreprises à déterminer les données susceptibles d'entrer dans le champ d'application de l'article 1 de la loi de blocage. Le document est très clair et explicatif. De manière générale, il permet aux entreprises de classer leurs données et de les stocker de manière adaptée à leur niveau de sensibilité. Nous conseillons aux entreprises d'éviter que leurs données sensibles soient accessibles à l'étranger, c'est-à-dire qu'elles sortent du territoire national. Personne n'a envie

de se trouver dans une situation où il faudra dire non à une autorité et s'engager dans des années de conflit ouvert. Il convient donc d'anticiper le sujet.

**Cécile Di Meglio :** Le guide Afep-Medef s'adresse à toutes les entreprises françaises, quels que soient leur taille ou leur secteur. Ce pragmatisme et cette flexibilité sont très appréciables pour les groupes qui, par principe, ont chacun des informations sensibles de nature différente. Société Générale a classifié les documents en fonction de leur sensibilité. Une dizaine de documents internes ne pourront pas être transmis à des autorités étrangères directement et nous exigeons systématiquement de passer par des traités d'entraide.

### **Quels sont les risques pour l'entreprise si elle ne respecte pas la loi de blocage ?**

**Margot Seve :** Des sanctions pénales sont encourues : jusqu'à six mois d'emprisonnement pour les personnes physiques et une amende pour les personnes morales. Mais pour qu'il y ait poursuite, il faudra que le parquet soit informé de la transmission de l'information en violation de la loi de blocage. C'est d'ailleurs l'argument principal invoqué par les autorités étrangères pour convaincre les entreprises de transférer les données demandées rapidement. Le Sisse se revendique néanmoins comme un canal de transmission au parquet et il a récemment clairement affirmé qu'il n'hésitait pas à informer ce dernier en cas de soupçons de fraude.

**Cécile Di Meglio :** Il a un temps été question d'augmenter le niveau des sanctions pénales encourues. J'y étais assez opposée au motif que le maillage de conventions internationales qui existent entre la France et d'autres juridictions ne couvre pas tous les domaines dans lesquels nous sommes susceptibles de devoir produire des documents. Il aurait été injuste pour les entreprises de risquer de se faire condamner alors même que l'État français ne leur donne pas encore totalement les moyens de se conformer à la loi de blocage.

**Margot Seve :** La loi ainsi réformée est bien conçue : elle donne les moyens aux entreprises de se conformer sans devenir un fardeau pour elles.

➤ Cécile Di Meglio



# REMERCIEMENTS

AUTOMOBILE CLUB DE FRANCE  
PARIS • 29 NOVEMBRE 2023

CONFÉRENCE

# GOVERNANCE

## VERS DE NOUVEAUX ÉQUILIBRES

### ASPECTS STRATÉGIQUES, ÉTHIQUES ET JURIDIQUES DE LA GOUVERNANCE

#### PARMI NOS INTERVENANTS 2023 :

- **M Richard Zabel**, General Counsel/Chief Legal Officer, **Elliott Management Corporation** • **Mme Meka Brunel**, Administratrice d'**Hammerson plc** et de **CDC Habitat**, Présidente de **l'Université de la ville de demain**
- **M Kami Haeri**, Associé, **Quinn Emanuel Urquhart & Sullivan, LLP**
- **Mme Carol Xueref**, Administratrice de sociétés • **M Olivier Delrieu**, Président, **Trescal** • **Mme Diane Lamarche**, Associée, **White & Case** • **M Bertrand Badré**, Managing Partner and Founder, **Blue Orange Sustainable Capital**
- **M Emery Jacquillat**, Président, **Camif et Communauté des Entreprises à Mission** • **M Marcel Nakam**, Directeur général, **Jonak** • **M Hervé Pisani**, Associé, **Freshfields** • **M Lionel Melka**, Associé, **Swann Capital**
- **M Philippe Chemouny**, Avocat associé, **Chemouny Associés**
- **Me Isabelle Saladin**, Présidente, **I&S Adviser** • **M Laurent Pfiffer**, Président du Directoire de la **Maison Dalloyau** • **M Jean-Charles Simon**, Associé, **Simon Associés** • **M Stilpon Nestor**, Senior Corporate Advisor, **Morrow Sodali**
- **M Jean-Marie Savalle**, Président Fondateur, **Groupe ISAGRI** • **M Denis Terrien**, Président, **Institut Français des Administrateurs (IFA)** • **Mme Marie Marchais**, Responsable de la plateforme d'engagement, **FIR** • **Mme Stéphanie Fougou**, Directrice Juridique et Secrétaire Générale, **Technicolor**, membre indépendant du conseil d'administration de **l'Institut Pasteur**
- **Mme Caroline Ruellan**, Fondatrice, **Sonj Conseil**, Administratrice de sociétés
- **M David Zeitoun**, Directeur Juridique, **Unibail Rodamco Westfield**
- **Mme Caroline BEREKBAUM**, Fondatrice **Alter-Ago**, membre de l'IFA



2<sup>e</sup> ÉDITION

# [p]rivate equity

9,4X

L'EBITDA LE MULTIPLE  
PAYÉ PAR LES FONDS AU  
4<sup>E</sup> TRIMESTRE 2023 (STABLE)

SOURCE : ARGOS INDEX®

8,32 Mds€

LEVÉS PAR LES START-UP  
FRANÇAISES EN 2023 (- 38 %)

SOURCE : BAROMÈTRE DU CAPITAL-RISQUE, EY

I&I

OPÉRATIONS DE FINANCEMENT RÉALISÉES PAR  
LES PROFESSIONNELS DU CAPITAL-INVESTISSEMENT  
DANS LE SECTEUR DE LA TRANSITION ÉCOLOGIQUE  
ET ÉNERGÉTIQUE EN FRANCE EN 2023

SOURCE : FRANCE INVEST, BAROMÈTRE CLEANTECH 2023

# LE COUPLE INVESTISSEUR/MANAGER À L'ÉPREUVE DU TEMPS

*Dans un contexte de sorties grippées, l'allongement de la durée de détention peut menacer les équilibres dans un LBO et remettre en cause le sacro-saint alignement d'intérêts entre dirigeants et investisseurs.*

## SIX OU SEPT ANS, ÇA PEUT PARAÎTRE LONG

quand on avait prévu d'en passer trois ou quatre avec le même actionnaire financier avant de se séparer lestés de belles plus-values de part et d'autre. Or, le désert transactionnel de ces derniers mois a sérieusement grippé une machine bien huilée qui faisait tourner les actifs au bout de deux à trois ans de détention avec des multiples à la hausse à chaque tour. Selon les données de LSEG (ex-Refinitiv), les acquisitions d'entreprises françaises par des fonds ont chuté de deux tiers en valeur pour s'établir à 11 Mds\$ en 2023, réduisant à 20% la part du private equity dans le marché du M&A français pour ce millésime, alors qu'il pesait plus de 40% en 2022. Sur le large cap, les process avortés ou reportés se sont multipliés, comme Kereis, mis en vente par Bridgepoint pour plus de 2 Mds€ et retiré à l'automne dernier faute d'offres suffisantes, ou le logisticien Staci, dont Ardian espérait au printemps 2023 plus d'1 Md€, avant de rétro-pédaler face à la frilosité des candidats au rachat. « *En dehors des très beaux actifs et de quelques secteurs protégés, acheteurs et vendeurs n'ont pas réussi à faire converger les valorisations,*

*analyse un banquier d'affaires spécialisé sur le haut du mid-market. Les vendeurs ont généralement acheté à des multiples élevés, en haut de cycle, et ne veulent pas réduire leur performance. Côté acheteur, les modèles ne peuvent pas tourner à ce niveau de prix avec un coût de la dette qui a doublé et qui réduit la marge de manœuvre sur ce levier.* » Cet attentisme a de quoi user les nerfs des dirigeants dont la lassitude transparaît plus ou moins explicitement. Tel ce patron de cabinet de conseil qui vient de troquer son fonds minoritaire contre un autre et qui appuie expressément sur les vertus de son nouvel actionnaire, par opposition aux défauts de l'ancien... Dans l'univers aseptisé du private equity où la parole est très contrôlée, ce relâchement dans le politiquement correct en dit long sur la détérioration de la relation de certains couples dirigeants/fonds d'investissement.

## Des « manpack » sous l'eau

Pourtant, si les dirigeants reprochaient à leurs sponsors LBO d'être pressés de sortir à peine entrés et de les entraîner dans des process incessants qui les éloignent de leur business, ils pourraient se réjouir d'un retournement de cycle leur offrant plus

de temps et justifiant l'accompagnement de long terme brandi par les actionnaires financiers... Pas si simple ! « *La principale conséquence de l'allongement de la durée de détention pour les dirigeants est financière* », rappelle Ronan Lebraut, fondateur du LBO Club, un nouveau réseau de dirigeants sous LBO qui réunit plus d'une centaine de managers répartis de manière équilibrée entre le small, le mid et le large cap. « *Le report de la sortie au-delà du délai envisagé initialement remet systématiquement en cause les seuils de déclenchement du management package, d'autant plus si ce dernier est indexé sur le TRI, et pas sur le multiple* », poursuit l'ancien patron d'Etanco, qui a connu trois LBO en 15 ans avant la vente de son entreprise spécialisée dans les fixations dans le bâtiment à un industriel américain en 2022 pour une belle valorisation de 725 M€. Entre-temps, il avait côtoyé IK pour un premier buyout en 2008 qui n'a duré que trois ans, puis 3i avec lequel il a passé un cycle allongé de sept ans avant qu'il n'entame son dernier LBO avec ICG en 2018 pour un triennat final. « *En tant que dirigeants, nous avons toujours un prisme entrepreneurial et pas financier, a fortiori quand*

*c'est notre premier LBO où on n'est aucunement préparé à la subtilité de l'ingénierie financière et à la nécessité de mettre à jour les waterfalls en cas de prolongement de la durée de l'actionariat* », témoigne Ronan Lebraut, qui a justement créé le LBO Club pour partager les bonnes pratiques entre dirigeants aux expériences variées du monde du private equity. D'après un premier baromètre publié par ce club en février, réalisé auprès de 78 dirigeants sous LBO, de tout secteur d'activité et de toute taille d'entreprise, les managers ont bien intégré la contrainte que fait peser l'environnement sur les perspectives de sortie. Seuls 37% d'entre eux envisagent un changement d'actionnaire financier dans les douze prochains mois. Le coût du financement est ainsi perçu comme un frein dans le timing de sortie pour 42% des décideurs et près des deux tiers des répondants pensent que leur secteur d'activité est impacté par la baisse des multiples.

## Réajustement des valorisations

Même sur des volumes de transaction plus faibles, l'érosion des valorisations a en effet été actée pour l'année 2023. Sur le segment des PME et ETI européennes,



🔵 Ronan Lebraut, fondateur du LBO Club

l'indice trimestriel de référence publié par Argos a enregistré un multiple d'acquisition fin 2023 à 9 fois l'Ebitda, au plus bas depuis 2017. Les prix du mid-market perdent ainsi un tour d'Ebitda en un an, les transactions ayant reculé de 10% en volume et de 25% en valeur sur le segment de 15 à 500 millions de valorisation. Les transactions qui se sont signées à moins de 7 fois l'Ebitda des entreprises cibles représentent 28% des transactions analysées, « un niveau très élevé qui traduit la pression à la baisse qui s'exerce sur les prix », indique Argos. À l'inverse, la part des transactions qui se sont conclues pour une valeur de plus de 15 fois l'Ebitda continue de diminuer. Elle ne s'élève plus qu'à 12% des transactions analysées : c'est deux fois moins qu'au début de l'année 2023. « Cet ajustement des prix à la baisse devrait relancer les transactions dans un environnement global plus stabilisé même s'il reste des incertitudes, notamment en ce qui concerne l'évolution du current trading des entreprises », estime Louis Godron, président d'Argos Wityu. Entre

attentisme et acceptation de la nouvelle réalité du marché, les attitudes des vendeurs sont loin d'être homogènes. « Beaucoup de dirigeants d'entreprises n'ont pas encore intégré le changement d'environnement et continuent à espérer des valorisations dignes de la frénésie post-Covid », constate Elodie Le Gendre. « Or, avant de se lancer dans un process qui risque de s'éterniser ou d'avorter, il est primordial de bien appréhender le changement de référentiel du marché et d'anticiper la publication de ses propres indicateurs, car il n'y a rien de pire qu'une mauvaise surprise alors que l'entreprise est en vente », poursuit la fondatrice de la boutique M&A Sevenstones. Surtout, ce n'est pas à l'arrivée de l'échéance du pacte d'actionnaires que le dirigeant doit se préoccuper des conditions de sortie de son investisseur, mais bien avant. « Dans le cadre d'un LBO, l'horloge tourne dès le premier jour, rappelle Elodie Le Gendre. Pour ne pas subir un process qui patine, le dirigeant doit être lui-même force de proposition et étudier en amont les différents scénarios de sortie pour son



🔵 Elodie Le Gendre fondatrice de la boutique M&A Sevenstones.

fonds tout en acceptant les conséquences d'un ajustement des valorisations sur le management package quand les business plan initiaux n'ont pas été réalisés. » Et c'est là souvent où le bas blesse. « Les pratiques de montage de management package sont encore loin d'être homogènes, et certains dirigeants découvrent trop tard que leur manpack ne vaut plus rien à la sortie du fonds », prévient Ronan Lebraut. « À partir du moment où le LBO excède la durée de vie prévue initialement, il est essentiel de réadapter les conditions de déclenchement du package des dirigeants pour maintenir l'alignement d'intérêts », insiste l'ancien patron d'Etanco. De même, la structuration du package et le profil des managers doivent être pris en considération. Dans le cas d'un management de LBO tertiaire ou quaternaire, qui a généralement une partie très significative de son investissement en *pari passu*, le profil d'investissement identique à l'investisseur majoritaire aide à aligner les intérêts, pour autant qu'une injection additionnelle d'equity ne soit pas requise.

Et même dans les cas où l'entreprise performe mieux que prévu et que l'investisseur préfère attendre quelques mois pour obtenir un meilleur prix, l'impatience du management à changer d'actionnaire peut s'avérer d'autant plus justifiée que le manpack ne produit plus son effet émulateur à partir d'une certaine durée... « Les fonds ont tout intérêt à viser un alignement d'intérêt dans la maximisation de la valeur pour neutraliser l'effet inhibiteur d'un management package « capé » dans les dernières tranches de rétrocession », rappelle un banquier d'affaires spécialisé dans le conseil des dirigeants. Car quel sera l'intérêt pour le manager d'aller chercher les paliers de croissance en plus si le partage lui est moins favorable ? Autant les réserver pour le tour d'après et en faire bénéficier un sponsor plus généreux... Loin d'être un long fleuve tranquille, le LBO reste une aventure risquée et un partenariat où le point d'équilibre entre les objectifs des managers, les attentes des fonds cédants et les visées des nouveaux entrants obéit à une équation complexe.

HOUDA EL BOUDRARI

# SOGELINK BÉTONNE SA CROISSANCE

*L'éditeur lyonnais de logiciels pour le BTP a été valorisé plus d'un milliard d'euros par CVC et Keensight pour son cinquième LBO fin 2023, actant le changement de dimension de l'entreprise, qui a décuplé son chiffre d'affaires en dix ans et affiche des ambitions de leadership européen et de conquête mondiale.*

## DANS LE CALME PLAT QUI A PÉTRIFIÉ L'UNIVERS TRANSACTIONNEL DU LARGE

**CAP** ces derniers mois, le LBO de Sogelink n'est pas passé inaperçu. L'éditeur lyonnais de solutions logicielles pour les professionnels du BTP aux 120 M€ de chiffre d'affaires a été valorisé début décembre près d'1,1 Md€, soit plus de 20 fois son Ebitda, offrant à son précédent sponsor Keensight une belle sortie et une place de minoritaire significatif au nouveau tour de table aux côtés du géant mondial du private equity CVC. Cette transaction hors norme, financée par une dette unitranche d'environ 375 M€ fournie par Blackstone et Goldman Sachs, a ainsi incarné l'exception qui confirme la règle d'une année anémique pour les opérations supérieures à 500 M€ de valorisation.

### Réservoir de croissance

Comment expliquer l'attractivité de cette pépite lyonnaise inconnue du grand public, positionnée sur la digitalisation des professionnels du BTP, qui n'est pas le secteur le plus glamour surtout dans le contexte actuel de retournement du marché de la construction ? « *Le réservoir de croissance est considérable*, souligne Jean-Michel Beghin, managing partner de Keensight Capital. *Sogelink a réussi à imposer sa position de leader incontesté sur le secteur de la construction et infratech, le sous-jacent étant vastement sous-digitalisé en Europe.* » L'investisseur sait de quoi il parle puisqu'il a été un des premiers actionnaires de l'éditeur lyonnais il y a dix ans alors que la PME faisait à peine 17 M€ de chiffre d'affaires, avant de passer le relais à Naxicap trois ans plus tard, puis de renouer avec sa participation en 2019 et impulser un véritable changement d'échelle et l'internationalisation du groupe. « *Sogelink a franchi ces derniers mois des étapes inédites dans son histoire. En plus de maintenir une croissance soutenue, le groupe a maintenant un positionnement unique sur la chaîne de valeur de la construction grâce à la fusion avec Geodesial Group et une*

*présence internationale, avec l'acquisition de nos homologues hollandais Locatiqs et norvégien Focus Software* », détaille Fatima Berral, promue CEO de l'éditeur lyonnais en 2019, six ans après l'avoir intégré en tant que directrice des ventes. L'ingénieure en génie énergétique avait été recrutée justement à la première ère d'actionariat de Keensight en renfort des deux dirigeants-fondateurs de l'entreprise en 2000, Ignace Vantorre et Matthieu Ponson, progressivement retirés de l'opérationnel pour se consacrer à leurs passions, l'un pour l'immobilier d'exception, l'autre pour la vigne. Pour leur première opération d'OBO, le binôme entrepreneurial avait accueilli le fonds small cap Initiative & Finance, qui avait accompagné le premier vrai palier de croissance de la PME, passée de 6 M€ de chiffre d'affaires en 2009 à 17 M€ quatre ans plus tard. Approchés par des industriels, ils ont préféré préserver l'indépendance de Sogelink en accueillant en 2013 un fonds spécialisé dans les entreprises technologiques, R Capital Management, qui n'est autre que l'actuel Keensight, rebaptisé lors de son émancipation de la galaxie Rothschild la même année...

### Une fusion échafaudée par l'investisseur

La preuve que le couple entreprise/fonds est appelé parfois à connaître plusieurs épisodes de vie commune, et à se quitter pour mieux se retrouver quelques années plus tard. Après une parenthèse de LBO tertiaire vécue avec Naxicap de 2016 à 2019, Sogelink renoue donc avec Keensight et acte le retrait du fondateur Ignace Vantorre qui passe les manettes opérationnelles à sa méritante DG. « *Fatima Berral a su se révéler en dirigeante exceptionnelle et visionnaire* », encense Jean-Michel Beghin, dans un duo bien rodé aux trajectoires de croissance parallèles. Car le spécialiste du « growth buyout » a également crevé le plafond en levant 2,8 Mds€ en septembre dernier, triplant la taille de son véhicule précédent, pour faire de Keensight une des success stories les plus éclatantes du private equity français.



🔵 Jean-Michel Beghin, managing partner de Keensight Capital.



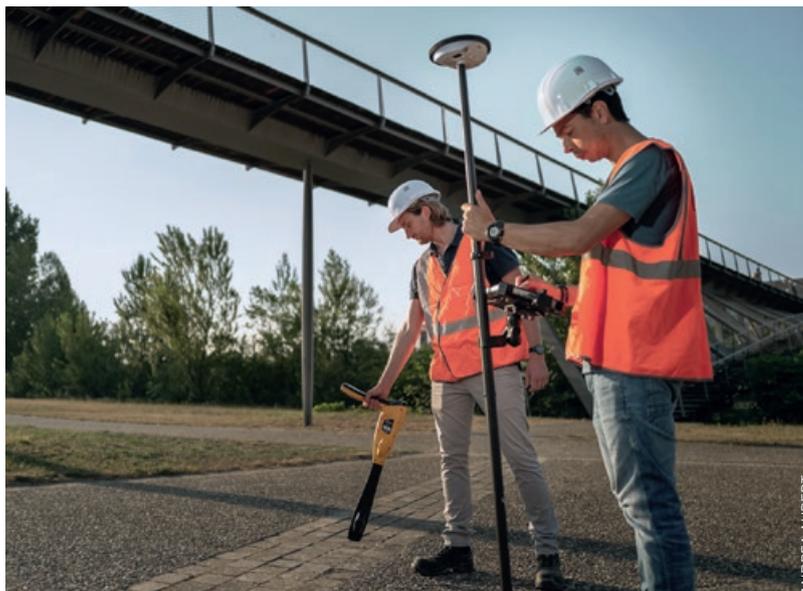
🔵 Fatima Berral, CEO de Sogelink.

Quintessence de son savoir-faire dans l'accélération de la croissance des entreprises de son portefeuille, l'investisseur aura été à la manœuvre de la fusion en 2021 de Sogelink avec une autre de ses participations, Geodesial, pour former le numéro un français des logiciels destinés à l'écosystème du BTP. « *Quand nous avons acheté Geodesial en 2019, notre vision était de reprendre le contrôle de Sogelink ensuite, et puis d'essayer de les unir, mais nous n'étions pas sûrs de pouvoir le faire*, retrace le managing partner de Keensight Capital. *Geodesial, qui devait être un bon investissement en stand-alone, a connu une très belle croissance. Puis, dès que nous avons finalisé le rachat de Sogelink, nous avons commencé à travailler avec les managers sur l'intérêt de fusionner les deux groupes, avec l'objectif de créer un acteur incontournable du secteur.* »

La complémentarité des deux éditeurs, qui se connaissaient, a donc convaincu les dirigeants de faire cause commune pour créer un one-stop-shop pour leurs clients. « *Cette fusion a apporté une offre complète sur toute la chaîne de valeurs, de la conception d'un projet, jusqu'à son exploitation* », confirme Fatima Berral. Les deux groupes partageaient en effet jusqu'ici les mêmes types de clients tels que les collectivités, les entreprises BTP, les bureaux d'études, les géomètres, les architectes ou encore les opérateurs de réseaux. Connue pour sa solution historique DICT.fr, du nom de la Déclaration d'intention de commencement de travaux, devenue la référence pour les acteurs concernés par les travaux à proximité des réseaux, Sogelink fournit notamment des solutions logicielles de gestion 2D/3D/4D des données. Geodesial, pour sa part, intervient en amont, pour l'aménagement du territoire, et répond, entre autres, aux besoins de conception, de modélisation de terrains et d'infrastructures. Il affichait en 2020 quelque 25 M€ de revenus, qui se sont additionnés aux 43 M€ de chiffre d'affaires de Sogelink sur la même période, pour que l'ensemble affiche près de 80 M€ en 2021.

### Internationalisation

Le concurrent nantais, plus petit en taille mais au rayonnement international plus important, a permis également à Sogelink de faire ses premiers pas à l'étranger avec les trois filiales historiques de Geodesial au Canada, en Suisse et en Hongrie. Un an plus tard, le lyonnais passe la vitesse supérieure en mettant la main sur l'entreprise néerlandaise Locatiqs, éditeur de systèmes d'information géographiques générant 35 M€ de chiffre d'affaires, et le norvégien Focus Software, éditeur de logiciels BIM (Building Information Model) de 12 M€ de revenus. Ce faisant, le groupe employant plus de 600 salariés et revendiquant 18 000 clients, a considérablement élargi sa palette et son



ANDREA AUBERT



ANDREA AUBERT

rayonnement géographique pour proposer des solutions sur l'ensemble de la chaîne de valeur du processus de construction : conception de l'infrastructure, contrôles en amont du projet, gestion des chantiers et risques post-construction. Occupant désormais la 25<sup>e</sup> place du Top 250 dans le classement des éditeurs de logiciels français réalisé par EY et numeum, Sogelink a triplé ses revenus en quatre ans pour atteindre un chiffre d'affaires de 120 M€ en 2023 pour un Ebitda de 50 M€. Aujourd'hui, son ambitieuse dirigeante lorgne vers les Etats-Unis pour changer à nouveau de dimension. Accompagné de deux « machines de guerre » de la croissance, son actionnaire historique Keensight et le britannique CVC, qui a battu le record du fonds LBO jamais levé en collectant 26 Mds€ pour son neuvième flagship cet été, le frenchie Sogelink peut légitimement se rêver un destin mondial.

[ HOUDA EL BOUDRARI

# LAZEO L'ESSOR RÉGLEMENTÉ

*En ouvrant son capital à Blackstone, en juillet 2023, le réseau de centres de médecine esthétique, Lazeo, a rompu avec son statut d'entreprise familiale, afin de nourrir ses ambitions de croissance à l'échelle européenne. Décryptage de cette opération où la réglementation joue un rôle central avec Dimitri Sillam, son fondateur, mais aussi Gilles Bigot et Julie Vern Cesano-Gouffrant, associés du cabinet d'avocats Winston & Strawn.*

## ENTRETIEN CROISÉ

entre **Gilles Bigot** et **Julie Vern Cesano-Gouffrant**, associés de Winston & Strawn et experts sur les opérations économiques dans le secteur de la Santé, et **Dimitri Sillam**, fondateur de Lazeo.

### **Qu'est-ce qui a conduit une entreprise familiale florissante comme Lazeo à se mettre en quête d'un actionnaire financier, fin 2022 ?**

**Dimitri Sillam :** L'enjeu pour nous était de retenir les meilleures options pour continuer de nourrir la croissance. En effet, après avoir développé avec mon père Bernard, médecin de formation, le centre parisien que nous avons ouvert en 2010, nous avons négocié un virage important à la suite, d'une part, de la décision du Conseil d'État de 2019 mettant fin au monopole médical sur l'épilation laser et, d'autre part, du décret de 2020 abrogeant l'interdiction de la publicité pour les médecins. À la suite de ces évolutions, nous avons amorcé notre expansion en ouvrant une petite vingtaine de centres, en 2020, puis en continuant au rythme d'une implantation par semaine lors des deux années suivantes. Il nous est cependant apparu utile d'être accompagnés au moment de poursuivre cette trajectoire en Europe.

cette entreprise familiale recherchait des moyens financiers pour devenir un leader européen, tout en évoluant dans un contexte de transition familiale destiné à permettre à Bernard Sillam de se concentrer sur les aspects médicaux et scientifiques liés à l'activité de Lazeo et de créer des centres de formation pour continuer de donner ses lettres de noblesse à la médecine esthétique, tout en confiant aux différents membres de la famille les fonctions opérationnelles.

**Gilles Bigot :** Cette réflexion autour de la redéfinition de la gouvernance de Lazeo, essentielle à ce moment crucial de son développement, devait non seulement lui permettre d'être en mesure de répondre aux exigences d'un groupe présent à l'échelle européenne, mais aussi de faire office d'opérateur de référence dans la médecine esthétique. C'est l'exemple même de ce qu'il est possible de réaliser en France !

**Dimitri Sillam :** C'est d'ailleurs en France que cette spécialité a été créée, il y a une quinzaine d'années. Et même si celle-ci n'est pas encore reconnue en tant que telle, nous avons à cœur de pouvoir faire émerger un ensemble de « best practices » qui doivent, avant toute chose, assurer la sécurité du patient. C'est pour cette raison que nous avons, dès 2020, exclu la possibilité de nous appuyer sur un réseau de franchisés, pour privilégier le déploiement d'un réseau en propre et autofinancé.

### **Quelle a été votre façon de procéder ?**

**Dimitri Sillam :** La première décision a consisté à sélectionner un cabinet d'avocats pour nous accompagner, qui soit à la fois expert en droit de la santé mais aussi dans la conduite des négociations avec tout futur actionnaire soucieux entre autres du contexte réglementaire. Le choix de Winston & Strawn s'est imposé car il répondait à ces deux exigences, ce qui s'avérait d'autant plus essentiel qu'il nous fallait aborder une étape inédite d'ouverture du capital qu'il nous fallait préparer avant d'aller solliciter des investisseurs d'envergure internationale.

### **Julie Vern Cesano-Gouffrant :**

Il est important de rappeler que Lazeo abordait une phase de son existence au cours de laquelle nombre de problématiques devaient être gérées simultanément :

### **Cette question de la sécurité des patients a-t-elle pesé dans les négociations ?**

**Julie Vern Cesano-Gouffrant :** Assurément. Lazeo et Blackstone s'accordent sur la volonté de niveler par le haut la qualité des prestations proposées, battant ainsi en brèche l'idée reçue que de tels partenariats dans le secteur de la santé ont nécessairement pour conséquence de privilégier des prestations « low cost » pour dégager du profit et servir en priorité les intérêts financiers des investisseurs. Ici, c'est strictement l'inverse : Lazeo affiche l'ambition de se doter d'un réseau de

✔ Dimitri Sillam

private equity



centres premium au sein de marchés assez strictement réglementés, et Blackstone a souhaité s'assurer que l'entreprise était bien conforme à la réglementation applicable – en matière d'épilation laser, de greffe de cheveux, de communication/publicité, etc. Ayant anticipé ce besoin, Lazeo avait initié la remise à plat de toutes ces problématiques de conformité afin de s'assurer de cocher toutes les cases au moment d'amorcer des discussions avec les investisseurs.

**Gilles Bigot :** La diabolisation habituellement faite autour des alliances entre investisseurs financiers et praticiens médicaux est d'autant plus infondée qu'il n'a jamais été démontré qu'elles entraîneraient en soi un risque de dégradation de la qualité des soins fournis, bien au contraire. D'ailleurs, les fonds ou tous autres types d'investisseurs non praticiens n'ont aucun intérêt à ce que leurs participations et leur image soient ternies par certaines pratiques de marché délétères, étant donné qu'ils doivent eux aussi respecter notamment des contraintes en matière de RSE (conformité, éthique, etc.).

**Dimitri Sillam :** La preuve en est que Blackstone nous impose un degré d'exigence supérieur à ce que nous nous étions fixés. Au cours des trois premiers mois qui ont suivi la conclusion du deal, nous avons eu des échanges fournis pour démontrer à notre actionnaire et à son board notre conformité à la réglementation européenne, par exemple. Notre propre expérience démontre que la « financiarisation » du secteur médical peut se faire au bénéfice de la sécurisation des patients.

#### **Une contrainte devient donc un atout ?**

**Dimitri Sillam :** C'est une réalité qui se concrétise à chaque étape : dès les premiers échanges avec Winston & Strawn, qui nous a « passés au rouleau compresseur » pour nous préparer aux questions de conformité, puis au moment de la préparation des différentes VDD précédant la conclusion du deal, et enfin au quotidien de la vie de l'entreprise, pour rester en phase avec les différentes réglementations et jurisprudences.

#### **Julie Vern Cesano-Gouffrant :**

À cet égard, il existe toujours des débats d'interprétation faisant

suite à la décision du Conseil d'État de 2019 citée par Dimitri : l'épilation laser, qui peut désormais se faire sous la supervision d'un médecin, nécessite-t-elle la présence physique dudit médecin ? C'est en tout cas l'ambition poursuivie par Lazeo, qui a d'ores et déjà instauré des « best practices » pour assurer systématiquement une présence en distanciel, ce qui le distingue de nombre d'acteurs du secteur.

**Gilles Bigot :** Le Conseil d'État ayant souligné que les textes en vigueur ne sont pas conformes au droit européen, nous surveillons de près toute évolution de la réglementation française. Il faut noter que des échanges se sont d'ailleurs noués avec les différentes parties prenantes dans le cadre du processus d'élaboration des textes, pour prendre en compte en particulier les témoignages d'opérateurs comme Lazeo afin d'éviter de raisonner de façon abstraite. Pour autant, dans l'intervalle, le groupe s'appuie sur une charte d'éthique qui le guide dans ses actions.

#### **C'est donc un gage de vertu...**

**Dimitri Sillam :** Et cela ne doit pas rester un vain mot, à tous les égards. En matière de RSE, nous nous sommes associés à Treedom, il y a plus d'un an, en vue de nous engager écologiquement et de compenser notre consommation électrique élevée liée à l'utilisation des outils laser. Plus d'un millier de baobabs ont ainsi été plantés entre le Kenya et la Tanzanie et nous continuons pour chaque nouvel employé, qui reçoit un email l'informant de cette action. Il est essentiel de sensibiliser les entreprises à de telles actions, qui permettent aussi de répondre aux attentes de leurs employés en matière d'engagement.

[CHARLES ANSABÈRE

✔ Julie Vern  
Cesano-Gouffrant

✔ Gilles Bigot

LE MAGAZINE DE LA CROISSANCE DES ENTREPRISES

# NextStep

**VOTRE MAGAZINE TRIMESTRIEL**  
DÉDIÉ À L'ENTREPRISE ET À SES ACTEURS



par la même occasion les dirigeants CEO...  
 dans un FCE au profil FRALSA...  
 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13, 14, 15, 16, 17, 18, 19, 20, 21, 22, 23, 24, 25, 26, 27, 28, 29, 30, 31, 32, 33, 34, 35, 36, 37, 38, 39, 40, 41, 42, 43, 44, 45, 46, 47, 48, 49, 50, 51, 52, 53, 54, 55, 56, 57, 58, 59, 60, 61, 62, 63, 64, 65, 66, 67, 68, 69, 70, 71, 72, 73, 74, 75, 76, 77, 78, 79, 80, 81, 82, 83, 84, 85, 86, 87, 88, 89, 90, 91, 92, 93, 94, 95, 96, 97, 98, 99, 100, 101, 102, 103, 104, 105, 106, 107, 108, 109, 110, 111, 112, 113, 114, 115, 116, 117, 118, 119, 120, 121, 122, 123, 124, 125, 126, 127, 128, 129, 130, 131, 132, 133, 134, 135, 136, 137, 138, 139, 140, 141, 142, 143, 144, 145, 146, 147, 148, 149, 150, 151, 152, 153, 154, 155, 156, 157, 158, 159, 160, 161, 162, 163, 164, 165, 166, 167, 168, 169, 170, 171, 172, 173, 174, 175, 176, 177, 178, 179, 180, 181, 182, 183, 184, 185, 186, 187, 188, 189, 190, 191, 192, 193, 194, 195, 196, 197, 198, 199, 200, 201, 202, 203, 204, 205, 206, 207, 208, 209, 210, 211, 212, 213, 214, 215, 216, 217, 218, 219, 220, 221, 222, 223, 224, 225, 226, 227, 228, 229, 230, 231, 232, 233, 234, 235, 236, 237, 238, 239, 240, 241, 242, 243, 244, 245, 246, 247, 248, 249, 250, 251, 252, 253, 254, 255, 256, 257, 258, 259, 260, 261, 262, 263, 264, 265, 266, 267, 268, 269, 270, 271, 272, 273, 274, 275, 276, 277, 278, 279, 280, 281, 282, 283, 284, 285, 286, 287, 288, 289, 290, 291, 292, 293, 294, 295, 296, 297, 298, 299, 300, 301, 302, 303, 304, 305, 306, 307, 308, 309, 310, 311, 312, 313, 314, 315, 316, 317, 318, 319, 320, 321, 322, 323, 324, 325, 326, 327, 328, 329, 330, 331, 332, 333, 334, 335, 336, 337, 338, 339, 340, 341, 342, 343, 344, 345, 346, 347, 348, 349, 350, 351, 352, 353, 354, 355, 356, 357, 358, 359, 360, 361, 362, 363, 364, 365, 366, 367, 368, 369, 370, 371, 372, 373, 374, 375, 376, 377, 378, 379, 380, 381, 382, 383, 384, 385, 386, 387, 388, 389, 390, 391, 392, 393, 394, 395, 396, 397, 398, 399, 400, 401, 402, 403, 404, 405, 406, 407, 408, 409, 410, 411, 412, 413, 414, 415, 416, 417, 418, 419, 420, 421, 422, 423, 424, 425, 426, 427, 428, 429, 430, 431, 432, 433, 434, 435, 436, 437, 438, 439, 440, 441, 442, 443, 444, 445, 446, 447, 448, 449, 450, 451, 452, 453, 454, 455, 456, 457, 458, 459, 460, 461, 462, 463, 464, 465, 466, 467, 468, 469, 470, 471, 472, 473, 474, 475, 476, 477, 478, 479, 480, 481, 482, 483, 484, 485, 486, 487, 488, 489, 490, 491, 492, 493, 494, 495, 496, 497, 498, 499, 500, 501, 502, 503, 504, 505, 506, 507, 508, 509, 510, 511, 512, 513, 514, 515, 516, 517, 518, 519, 520, 521, 522, 523, 524, 525, 526, 527, 528, 529, 530, 531, 532, 533, 534, 535, 536, 537, 538, 539, 540, 541, 542, 543, 544, 545, 546, 547, 548, 549, 550, 551, 552, 553, 554, 555, 556, 557, 558, 559, 560, 561, 562, 563, 564, 565, 566, 567, 568, 569, 570, 571, 572, 573, 574, 575, 576, 577, 578, 579, 580, 581, 582, 583, 584, 585, 586, 587, 588, 589, 590, 591, 592, 593, 594, 595, 596, 597, 598, 599, 600, 601, 602, 603, 604, 605, 606, 607, 608, 609, 610, 611, 612, 613, 614, 615, 616, 617, 618, 619, 620, 621, 622, 623, 624, 625, 626, 627, 628, 629, 630, 631, 632, 633, 634, 635, 636, 637, 638, 639, 640, 641, 642, 643, 644, 645, 646, 647, 648, 649, 650, 651, 652, 653, 654, 655, 656, 657, 658, 659, 660, 661, 662, 663, 664, 665, 666, 667, 668, 669, 670, 671, 672, 673, 674, 675, 676, 677, 678, 679, 680, 681, 682, 683, 684, 685, 686, 687, 688, 689, 690, 691, 692, 693, 694, 695, 696, 697, 698, 699, 700, 701, 702, 703, 704, 705, 706, 707, 708, 709, 710, 711, 712, 713, 714, 715, 716, 717, 718, 719, 720, 721, 722, 723, 724, 725, 726, 727, 728, 729, 730, 731, 732, 733, 734, 735, 736, 737, 738, 739, 740, 741, 742, 743, 744, 745, 746, 747, 748, 749, 750, 751, 752, 753, 754, 755, 756, 757, 758, 759, 760, 761, 762, 763, 764, 765, 766, 767, 768, 769, 770, 771, 772, 773, 774, 775, 776, 777, 778, 779, 780, 781, 782, 783, 784, 785, 786, 787, 788, 789, 790, 791, 792, 793, 794, 795, 796, 797, 798, 799, 800, 801, 802, 803, 804, 805, 806, 807, 808, 809, 810, 811, 812, 813, 814, 815, 816, 817, 818, 819, 820, 821, 822, 823, 824, 825, 826, 827, 828, 829, 830, 831, 832, 833, 834, 835, 836, 837, 838, 839, 840, 841, 842, 843, 844, 845, 846, 847, 848, 849, 850, 851, 852, 853, 854, 855, 856, 857, 858, 859, 860, 861, 862, 863, 864, 865, 866, 867, 868, 869, 870, 871, 872, 873, 874, 875, 876, 877, 878, 879, 880, 881, 882, 883, 884, 885, 886, 887, 888, 889, 890, 891, 892, 893, 894, 895, 896, 897, 898, 899, 900, 901, 902, 903, 904, 905, 906, 907, 908, 909, 910, 911, 912, 913, 914, 915, 916, 917, 918, 919, 920, 921, 922, 923, 924, 925, 926, 927, 928, 929, 930, 931, 932, 933, 934, 935, 936, 937, 938, 939, 940, 941, 942, 943, 944, 945, 946, 947, 948, 949, 950, 951, 952, 953, 954, 955, 956, 957, 958, 959, 960, 961, 962, 963, 964, 965, 966, 967, 968, 969, 970, 971, 972, 973, 974, 975, 976, 977, 978, 979, 980, 981, 982, 983, 984, 985, 986, 987, 988, 989, 990, 991, 992, 993, 994, 995, 996, 997, 998, 999, 1000.



**Des interviews croisées, des éclairages, des témoignages...**

NextStep a pour vocation de relayer les différentes opérations structurantes de la vie des entreprises en plaçant le curseur sur le travail d'équipe. Fédérer les communautés d'experts et de professionnels autour d'une cause commune : celle de développer les entreprises, aux côtés des dirigeants.



Pour le recevoir gracieusement, inscrivez-vous sur [www.nextstep-magazine.com](http://www.nextstep-magazine.com)

+ 69 %

**D'OUVERTURES DE REDRESSEMENT ET DE SAUVEGARDE** DEVANT LE TC DE NANTERRE EN 2023

SOURCE : LJA

+ 34,9 %

**PROCÉDURES COLLECTIVES** RECENSÉES EN 2023 PAR RAPPORT À 2022

SOURCE : BAROMÈTRE NATIONAL DES ENTREPRISES

39

**LIQUIDATIONS JUDICIAIRES** DE BIOTECH PRONONCÉES EN 2023

SOURCE : FRANCE BIOTECH

restructuring



# TROIS ANS DE RÉPIT POUR RESTRUCTURER SON PGE

*Après deux années blanches sans remboursement, le poids des échéances des prêts garantis par l'État peut peser de manière écrasante sur des trésoreries déjà exsangues. Outre l'allongement de la durée de remboursement reconduite pour trois ans, les pistes de restructuration plus radicales existent, à manier avec prudence et parcimonie.*

## DANS UN CONTEXTE DE « PERMACRISE » QUI A VU LE TAUX DE DÉFAILLANCES FLAMBER FIN 2023,

l'allongement de la durée du remboursement des PGE offre un peu de répit aux entreprises qui ont bénéficié du dispositif en pleine crise sanitaire et qui peinent à faire face à leurs échéances. Le 6 janvier, Bercy annonçait la prolongation pour trois ans de l'accord sur les restructurations des prêts garantis par l'État signé avec la Banque de France et la Fédération bancaire française. Depuis le premier confinement de mars 2020 et jusqu'au 31 décembre 2023, 144 Mds€ de prêts ont été octroyés à 686 000 entreprises, dont une majorité de TPE. Sur chacun de ces prêts, l'État est dans la plupart des cas garant de 90 % du montant, le reste étant supporté par la banque commerciale de l'entreprise. Ces crédits sont accordés pour une durée de six ans maximum, avec deux années blanches en termes de remboursement. « Dans leur grande majorité, les entreprises ont fait face en 2022 et 2023 au remboursement de leur PGE sans difficulté : d'ores et déjà plus de 50 milliards de crédits ont été intégralement

remboursés », se félicitait Bercy dans le communiqué de prolongation de l'accord de place sur les restructurations des PGE le 7 janvier.

### « Une dette normale »

L'annonce de Bruno Le Maire intervient deux jours seulement après que la Banque de France a publié des statistiques de défaut des entreprises en croissance de 34 % en 2023. *Idem* pour l'étude de référence sur les défaillances Altares qui définit le quatrième trimestre 2023 comme un des pires depuis trente ans. « Après une phase de rattrapage d'une partie des entreprises tenues à flot grâce aux mesures d'accompagnement mises en place depuis la crise Covid, nous amorçons désormais une nouvelle phase, plus structurelle, davantage liée aux insuffisances financières des entreprises qui doivent naviguer dans un environnement économiquement extraordinairement tendu », commentait Thierry Millon, directeur des études de la société Altares, à la publication du rapport le 18 janvier. Des chiffres alarmants mais qui ne se sont pas encore véritablement reflétés dans la sinistralité des prêts garantis par l'État. « Un peu plus de la moitié

des encours de PGE ont été remboursés, ce qui ne dévie pas de la trajectoire prévue initialement lors de la mise en place de ce dispositif exceptionnel en pleine crise sanitaire », retrace Fabrice Jamard, directeur de la gestion des garanties chez Bpifrance, qui insiste sur le fait que malgré les conditions particulières de son octroi et son coût attractif, « le PGE est une dette normale, traitée comme toutes les créances chirographaires de l'entreprise ».

### Un rééchelonnement souple

De fait, l'État a préféré se prémunir contre l'explosion du taux de sinistralité en étalant jusqu'en 2026 la possibilité de renégocier ces prêts à l'amiable. Une mesure déjà existante, mais qui n'a été actionnée que par 560 entreprises à l'heure actuelle, sur les quelque 686 000 bénéficiaires de PGE. Ces PME ont pu repousser leur échéance de remboursement

de deux à quatre ans de plus, en parallèle du réaménagement d'autres financements bancaires. Car en principe, le remboursement des PGE s'effectue sur 6 ans maximum, soit 5 ans après 1 an de différé, ou 4 ans après 2 ans de différé. La négociation directe avec les banques est à exclure puisque la garantie de l'État cesse si les banques s'aventurent à octroyer un rééchelonnement plus long. D'où le dispositif *ad hoc* pour les petits PGE d'un montant maximum de 50 000 €. Cette procédure simplifiée, conduite sous l'égide de la médiation du crédit, permet aux petites et moyennes entreprises de repousser la date de remboursement de leurs prêts garantis de façon « rapide, gratuite, confidentielle », et surtout, « à l'amiable », dans un cadre non judiciaire. « Dans le cadre d'une restructuration de gré à gré, la seule contrainte est de ne pas repousser le remboursement au-

“ DANS LE CADRE D'UNE RESTRUCTURATION DE GRÉ À GRÉ, LA SEULE CONTRAINTE EST DE NE PAS REPOUSSER LE REMBOURSEMENT AU-DELÀ DE SIX ANS »

**ELODIE DE AZEVED**



🕒 Fabrice Jamard, directeur de la gestion des garanties chez Bpifrance.

delà de six ans, rappelle Elodie de Azevedo, responsable du service indemnisation des PGE, à la direction de la garantie chez Bpifrance. *À l'intérieur de cette limite temporelle, l'entreprise, en accord avec sa banque, dispose d'une totale liberté de réaménager son PGE : elle peut en repousser l'intégralité in fine, en geler le remboursement pendant deux ans ou adapter les mensualités en fonction de ses projections de trésorerie.* »

### Restructuration plus radicale

Encore faut-il que le current trading dans un environnement dégradé permette de faire face à ces échéances mêmes allongées. Pour rembourser un PGE qui pèse 25% du chiffre d'affaires sur quatre ans, il faudrait que l'entreprise dégage théoriquement a minima 6,25% d'Ebitda par an pour ne traiter que le remboursement de son PGE, indépendamment du financement de ses capex et de son BFR et du remboursement de

ses autres emprunts. Au-delà du différé supplémentaire, une restructuration plus radicale de ces prêts est possible mais doit se faire au cas par cas, soit sous la supervision de la médiation du crédit pour les PGE de moins de 50 000 €, soit dans le cadre de procédures amiables, et le cas échéant sous la supervision du CIRI pour les PGE plus importants. « *Le hic, c'est que si on obtient un allongement du PGE au-delà des six ans autorisés, la créance est automatiquement classée en "Non Performing Loan", ce qui aura pour conséquence de dégrader la notation Banque de France de l'entreprise, et par effet boule de neige la décoter chez les assureurs-crédit, et la priver de son crédit fournisseur* », prévient un administrateur judiciaire. Exit donc les restructurations de confort ou d'agrément... « *Il n'y a rien de choquant à ce que la qualité de signature d'une entreprise soit dégradée quand elle est dans l'impossibilité de rembourser son PGE* »,



🕒 Elodie de Azevedo, responsable du service indemnisation des PGE, à la direction de la garantie chez Bpifrance.

défendait Pierre-Olivier Chotard, secrétaire général du Comité interministériel de restructuration industrielle (CIRI) lors d'une table ronde organisée sur le sujet par le cabinet de management de transition Delville. Parce que les plus gros dossiers de restructuration de PGE sont conduits sous son égide, le CIRI a un rôle d'élaboration d'une doctrine de restructuration des PGE qu'il se fait fort de diffuser auprès des acteurs de place. Cette doctrine s'articule autour des principes directeurs suivants énumérés dans son dernier rapport publié cet été : « *Une restructuration de PGE doit se faire dans le cadre d'un traitement global du passif de l'entreprise, qui s'opère à l'appui d'un diagnostic faisant état des difficultés rencontrées par le débiteur ; une restructuration de PGE ne saurait être conduite aux seules fins d'assurer un confort financier à l'entreprise (ces principes sont repris dans l'accord de place relatif à la médiation du crédit) ; et enfin, les PGE doivent être*

*traités pari passu avec les autres créances de même rang, c'est-à-dire de manière équitable avec les autres créances chirographaires.* » Par ailleurs, dans les restructurations de PGE comportant une part d'écrasement nécessaire au regard du bilan de l'entreprise, ces dernières doivent, autant que possible, s'accompagner de mécanismes de retour à meilleure fortune (RMF) permettant à l'État de bénéficier dans le futur, comme les autres créanciers de même rang et avant l'actionnaire, du partage de la valeur en cas de retournement de l'entreprise. À titre exceptionnel, des mécanismes plus complexes (notamment conversion en actions) peuvent être mis en place mais leur complexité les destine à n'être utilisés que marginalement. À date, un tel mécanisme, par lequel les banques demeurent détentrices des titres, n'a été mobilisé que dans un seul cas, la fameuse restructuration de Pierre & Vacances.

[HOUDA EL BOUDRARI



# UN RETOURNEMENT DE PETIT CALIBRE POUR VERNEY-CARRON ?

*Placé en procédure de sauvegarde en septembre 2021, le manufacturier d'armes stéphanois a intégré, en mars 2022, le giron du spécialiste coté de tir de loisir Cybergun, qui a investi de nouvelles munitions dans les fusils de chasse et les armes de petits calibres.*

**UNE LÉGENDE URBAINE, OU PLUTÔT RURALE, MURMURE QUE CHAQUE FAMILLE DE CHASSEURS FRANÇAIS A UN VERNEY-CARRON** dans son coffre...

Créé en 1820, le plus ancien fabricant français d'armes de chasse basé à Saint-Étienne a pourtant failli disparaître. À l'image du déclin de l'industrie stéphanoise, le manufacturier n'a pas su s'adapter aux évolutions de son marché et s'est sclérosé dans une transmission dynastique dont la sixième génération, incarnée par Jean Verney-Carron et son cousin Guillaume Verney-Carron, a clôturé le bicentenaire de l'actionnariat familial par une procédure de sauvegarde ouverte en septembre 2021 auprès du tribunal de commerce de Saint-Étienne. « Cela faisait plus de deux ans que

*j'avais Verney-Carron en ligne de mire »,* confie Hugo Brugière, le jeune président du groupe de tir de loisir Cybergun, qui a repris le fabricant d'armes en mars 2022. Il faut dire que le trentenaire est spécialisé dans la reprise d'entreprises en difficulté, *via* son groupe coté, qui sort à peine la tête de l'eau après des années de pertes accumulées et un parcours chaotique sur Euronext Growth. Il a affiché en 2021, et pour la première fois depuis huit ans, un résultat opérationnel courant positif et a fortement réduit sa perte nette. Issu de l'univers des répliques d'armes à feu pour le tir de loisir, le groupe repris par Hugo Brugière en 2014 poursuit son virage vers le secteur de la défense conforté par la reprise du manufacturier aéronautique et de défense Valantur fin 2021.

## **Relancer les armes légères**

Le spécialiste de la vente et de la distribution de répliques d'armes « airsoft » – qui tirent des billes en plastique – veut ainsi faire de la PME stéphanoise le fer de lance de son repositionnement sur le marché militaire. Si la candidature de Cybergun à la reprise de Verney-Carron a été présentée avant la guerre en Ukraine, le déclenchement du conflit aux portes de l'Europe n'a fait qu'affermir la volonté du dirigeant de « sauver » la dernière fabrique d'armes de petit calibre française.

Hugo Brugière,  
président du  
groupe de tir de  
loisir Cybergun.



D'ailleurs, fin novembre 2023, Verney-Carron a annoncé en grande pompe avoir décroché un contrat d'armes légères avec l'Ukraine. L'affaire est loin d'être encore bouclée, mais l'armée ukrainienne voudrait lui commander 10 000 fusils d'assaut VCD-15, 2 000 fusils de précision VCD-10 et 400 lance-grenades pour un montant de 36 M€. Un contrat farouche pour la PME exsangue dont le chiffre d'affaires avait fondu de 7,9 M€ à 5,3 M€ entre 2021 et 2022. Son activité fusils de chasse a ainsi particulièrement souffert en France depuis mars 2020 en raison des périodes de fermeture des commerces non essentiels impactant les armuriers et vendeurs d'articles de chasse, tandis que son département Sécurité a quant à lui été affecté ces dernières années par la perte du marché du ministère de l'Intérieur pour les Flash-Ball®, dont l'entreprise stéphanoise était le fabricant.

### Sanctuariser les armes de chasse

Pour trouver des relais à son marché historique du fusil de chasse qui s'essouffait, Verney-Carron avait pourtant tenté sa chance à plusieurs reprises sur des compétitions militaires françaises lancées par la DGA (Direction générale de l'armement). En 2016, il n'avait pas pu participer à l'appel d'offres du remplacement du célèbre Famas, faute d'atteindre le seuil minimal de 50 M€ de chiffre d'affaires. La DGA avait finalement choisi le HK416 du fabricant allemand Heckler & Koch pour ce contrat géant, qui prévoyait la livraison de 117 000 fusils de 2017 à 2028. Rebelote trois ans plus tard, sur une compétition pour 2 620 fusils de précision, destinés à remplacer les fusils FR-F2 des forces françaises. En décembre 2019, la DGA officialisait le choix du fusil SCAR-H PR de l'industriel belge FN Herstal, au détriment du VCD 10 de Verney-Carron. « En reprenant Verney-Carron, j'avais la conviction qu'il fallait aller sur le marché de la défense car la France a besoin de garder sur son sol la fabrication d'armes légères », affirme, avec un patriotisme à l'accent sincère, Hugo Brugière. Mais le patron de Cybergun ne compte pas seulement miser sur le marché militaire

pour redresser l'entreprise. Le spécialiste de la reprise des entreprises en difficulté veut redorer le blason de Verney-Carron sur les fusils de chasse, dont le réservoir de croissance est loin d'être épuisé. « Comme beaucoup d'entreprises centenaires qui n'ont pas su se renouveler, l'armurier s'est reposé sur ses lauriers et n'a pas investi dans l'innovation et la modernisation de ses produits, perdant ainsi en compétitivité d'année en année », analyse Hugo Brugière, qui assure avoir investi 8 M€ sur les fonds propres de son groupe pour le redressement de la PME stéphanoise. « La France compte encore un million de chasseurs rejoints par 30 000 à 40 000 adeptes de ce loisir chaque année, tandis que Verney-Carron vend 7 000 armes de chasse par an. Le potentiel de croissance est immense », démontre le patron de Cybergun, qui veut dépoussiérer la marque et investir dans la R&D et le marketing. En septembre dernier, Cybergun a ainsi annoncé un nouvel accord de distribution avec Rivolier, l'une des plus anciennes entreprises françaises spécialisées dans la distribution d'équipements de chasse et de tir, qui dispose de plus de 550 points de vente sur tout le territoire. L'objectif de cet accord est d'atteindre 7 M€ de chiffre d'affaires en 2026. Le repreneur espère faire renouer rapidement Verney-Carron avec son chiffre d'affaires normatif d'une dizaine de millions d'euros, mais affiche de grandes ambitions à terme en incluant les marchés militaires d'armes légères. « L'objectif est de faire monter la capacité de production de l'usine à 100 000 armes par an en cinq ans, ce qui équivaldrait à terme à une centaine de millions d'euros de chiffre d'affaires », calcule le sémillant patron trentenaire. Cybergun évoque notamment la création de plusieurs dizaines d'emplois, en lien avec le CAP d'armurerie dispensé au lycée professionnel Benoît-Fourneyron, à Saint-Étienne, pour étoffer les rangs de la PME labellisée Entreprise du patrimoine vivant, qui compte 75 salariés et devrait réaliser un chiffre d'affaires d'environ 8 M€ en 2022.

[ HOUDA EL BOUDRARI





86 %

**DES CFO DE LA ZONE EMEA** SONT PRÉOCCUPÉS PAR L'INFLATION VS 73% DANS LES AUTRES ZONES

SOURCE : ENQUÊTE FTI CONSULTING ET CFO DIVE, FÉVRIER 2024

1 815

**DÉCISIONS D'INVESTISSEMENT ÉTRANGER** ONT ÉTÉ RECENSÉES DANS L'HEXAGONE EN 2023

SOURCE : BERCY/BUSINESS FRANCE

- 30 %

**LE NOMBRE D'OPÉRATIONS DE M&A** EN FRANCE EN 2023, PAR RAPPORT À L'ANNÉE PRÉCÉDENTE

SOURCE : GLOBAL M&A INDUSTRY TRENDS 2024 DE PWC

Er&M



# START-UP STUDIO, LA TROISIÈME VOIE

*Plutôt que de développer en interne un service, un produit ou une technologie d'une part, ou de racheter sur le marché une entreprise existante d'autre part, un nombre croissant de sociétés choisissent de s'associer à une structure spécialisée dans la conception de jeunes pousses afin de créer, à partir d'une page blanche, une start-up répondant à des besoins spécifiques. Avec, à la clé, divers bénéfices.*

**AFIN D'ÉTENDRE SA TOILE SUR LE LUCRATIF MARCHÉ DU E-COMMERCE** et, plus spécifiquement, sur le segment des paiements effectués sur les plateformes de commerce en ligne, BNP Paribas a annoncé fin 2023 le lancement d'une nouvelle offre. Fournie par une fintech, celle-ci vise à proposer à ses clients des solutions « clé en main » pour leur permettre de gérer de façon sécurisée les transactions réalisées sur leur site, puis de redistribuer facilement les fonds collectés vers les vendeurs tiers concernés. « *Au sein de BNP Paribas, il nous manquait une plateforme technologique, en capacité de traiter les flux des plateformes telles que les marketplaces* », indique Neil Pein, responsable des paiements et fintechs de BNP Paribas. Pour ce faire, l'établissement bancaire a opté pour une démarche originale : la création d'une entreprise dédiée en partant d'une page blanche, en partenariat avec un « start-up studio ».

## Un concept protéiforme apparu en 2007

Apparu à Berlin en 2007 avec l'arrivée du studio Rocket Internet, ce concept désigne une structure dont la raison

d'être consiste à concevoir des start-up à la chaîne. À la différence d'incubateurs et d'accélérateurs, qui vont accompagner une jeune pousse existante pour l'aider à se développer, les start-up studios partent de zéro en commençant par identifier un besoin de marché, avant d'élaborer un projet. Si son potentiel commercial vient à se confirmer à l'issue d'un travail d'évaluation, des équipes sont ensuite recrutées dans l'objectif de le développer. Alors que plus d'une cinquantaine de structures spécialisées et généralistes revendiquent aujourd'hui le statut de start-up studio en France (Hexa, Factory 319, Imagination Machine, Sparkling Partners, Mobility Founders...), certaines ont fait le choix de travailler main dans la main avec des entreprises matures, à l'instar de 321founded avec qui BNP Paribas a justement collaboré, voire sont l'émanation directe de corporates, à l'image d'Urban Odyssey (Icade), La Fabrique by CA (Crédit Agricole) ou encore Kamet (AXA).

## Face à une impasse

Avant de s'engager dans cette voie, BNP Paribas en avait exploré d'autres, plus classiques. La première aurait

consisté à développer, en interne, la plateforme technologique souhaitée. « *Mais cette option aurait pris du temps, alors que je souhaitais avancer vite* », précise Neil Pein. La seconde, qui reposait sur une acquisition, a également vite été écartée. « *Après une revue des actifs disponibles sur le marché, nous avons constaté qu'aucun ne répondait à nos attentes, soit en raison de valorisations élevées pour un service non rentable, soit parce que leur intégration aurait nécessité un trop lourd travail de mise aux normes sur les plans de la conformité et de la sécurité IT* », complète-t-il. C'est donc après s'être rapproché de 321founded et avoir réfléchi sur ce que serait l'actif idoine que la fintech a vu le jour, au bout de quelques mois. Le cas de BNP Paribas est loin d'être isolé. Filiale du groupe ADP (Aéroports de Paris), Hub One a elle aussi décidé de travailler avec un studio, en l'occurrence Alacrité France. « *En interne, la bande passante reste limitée. Dans ce cadre, le fait de mobiliser des collaborateurs sur une idée prometteuse mais à l'issue incertaine peut se révéler contre-productif, en venant in fine affecter l'activité du quotidien* »,

explique Olivier Mellina-Gottardo, secrétaire général de l'opérateur de technologies digitales pour les entreprises. La démarche de Hub One est un peu différente car celle-ci est devenue, aux côtés d'autres acteurs publics et privés, actionnaire d'Alacrité France, qui développe ainsi divers projets de front. Pour sa part, la foncière Icade a fondé son propre studio en 2019, Urban Odyssey, avec l'intention de faire émerger des solutions dont elle avait besoin, mais qu'elle ne trouvait pas sur le marché. « *Il arrivait que des start-up nous approchent, à des fins de partenariat commercial ou de rachat, mais la plupart d'entre elles étaient soit à un stade de développement trop peu avancé, soit trop avancé, avec un produit ou un modèle déjà figé qui ne correspondait pas exactement à ce que nous recherchions* », témoigne Nicolas Bellego, directeur de l'Innovation d'Icade et directeur d'Urban Odyssey. Dans la liste des entreprises qui ont œuvré avec un studio, on retrouve également le PMU (création du fantasy game Stables) et le cabinet AugustDebouzy (création d'Angelaw, solution SaaS sur l'ensemble du processus contractuel).



🔸 Neil Pein, responsable des paiements et fintechs de BNP Paribas.

### Des stratégies différentes...

En procédant de la sorte, chacune de ces entreprises peut poursuivre des objectifs différents.

« Notre ambition consiste à créer des start-up dont l'activité est ouverte à l'ensemble des acteurs de marché, sur des enjeux bien spécifiques, et pas uniquement à Icade, évoque par exemple Nicolas Bellego. Cette logique de filière s'inscrit dans une volonté de permettre aux start-up que nous faisons émerger, et dont nous sommes convaincus de la pertinence, d'avoir accès à un marché suffisamment large pour se développer, atteindre leur rentabilité, et par là même de faire croître leur valorisation. » À ce titre, Urban Odyssey



🔸 Nicolas Bellego, directeur de l'Innovation d'Icade et directeur d'Urban Odyssey.

est systématiquement minoritaire au capital. « Nous ne nous interdisons certes pas d'acquiescer une start-up à terme, mais ce n'est clairement pas l'objectif de départ », indique le dirigeant. Pour sa part, BNP Paribas a vocation à être l'unique utilisateur de la solution développée et, si tout se passe bien, à intégrer la fintech. L'actionariat des start-up se partage entre le corporate, le studio et l'entrepreneur à la tête du projet.

### ...mais des bénéfices communs

Malgré quelques déceptions inhérentes à de tels processus d'innovation, cette stratégie de développement hybride



🔸 Patrick Amiel, co-fondateur de 321founded.

apporte le plus souvent satisfaction. « Avec cette stratégie, nous évitons les écueils de certaines formes d'intrapreneuriat, qui rendent difficiles un accès à un marché plus large – dont le fait de pouvoir adresser la concurrence du corporate en question –, mais également les limites du rachat de start-up plus établies, dont la méconnaissance peut facilement conduire à de mauvaises surprises au moment de l'intégration », apprécie Nicolas Bellego. En outre, l'alliance entre professionnels du monde des start-up et corporates tendrait à maximiser le succès du projet, notamment par rapport aux investissements directs dans des jeunes pousses. « Par le biais

de cette collaboration, l'entreprise amène non seulement son savoir-faire et ses connaissances métiers, mais aussi un volume significatif d'utilisateurs de la solution, ce qui contribue in fine à conforter les perspectives de développement de l'entité créée », relève Neil Pein, dont l'analyse est corroborée par Patrick Amiel, co-fondateur de 321founded : « Pour une jeune pousse, la conquête de grands comptes prend généralement beaucoup de temps. Mais si celle-ci est développée avec l'appui d'un grand compte, elle peut immédiatement profiter de son réseau et, ainsi, passer rapidement au rang de scale-up potentielle. »

### Des émules

À cela s'ajoute, enfin, un dernier atout d'ordre RH. « Le fait de développer une start-up en partant d'une page blanche nous permet également d'attirer des talents qui n'auraient pas forcément rejoint BNP Paribas de prime abord, et qui auront vocation à intégrer le groupe d'ici quelques années. » Autant d'atouts qui contribuent à emporter l'adhésion des intéressés. « Il s'agit d'une solution très utile dès lors qu'elle s'inscrit au sein d'une large palette d'outils dédiés à l'innovation », estime Olivier Mellina-Gottardo. Dans ce contexte, le recours aux corporates start-up studios pourrait s'intensifier dans les mois qui viennent à en croire les professionnels. « Notre démarche suscite de plus en plus de convoitises, notamment au sein de sociétés du CAC 40 », assure Patrick Amiel. À lui seul, 321founded entend créer cette année cinq start-up en partenariat avec de grands corporates.

▮ ARNAUD LEFEBVRE

## LA STAGNATION DU CORPORATE VENTURE

Axa IM, la FDJ, SFR, Seb, Orange, Engie, Air liquide, Sodexo, Safran, La Poste... Depuis le début des années 2010, le nombre de fonds de capital-risque lancés par des entreprises (corporate venture capital, ou CVC) a sensiblement augmenté en France, passant, selon une récente étude du BCG et de RaiseLab, de 13 en 2012 à 39 en 2022. Leur éclosion a été telle que leur poids dans le capital-risque hexagonal était monté fin 2021 à 30 %, contre 22 % deux ans plus tôt. Dans le rapport intitulé « Soutenir l'investissement dans les start-up, PME innovantes et PME de croissance », commandé par le gouvernement et paru en juin 2023, le député Paul Midy appelait notamment à « accélérer l'essor des fonds de CVC en France ».

Vœu pieux ou méthode Coué ? Dans le même rapport, l'auteur fait en effet remarquer que le développement des CVC « stagne » depuis 2018, comme en témoignent la création de trois nouveaux véhicules seulement sur la période et la stabilisation du nombre moyen d'investissements annuels (autour de 7,5) après une période de hausse marquée. Autre signal négatif, l'un des mastodontes dans ce domaine, TotalEnergies, a décidé en mai 2022 de se séparer de son fonds de 400 M€ au profit d'une approche plus minimaliste. Une tendance de fond que Paul Midy tente d'expliquer par des contraintes fiscales autour de la durée d'amortissement ainsi que par des règles de fonctionnement trop restrictives, par exemple sur le plafond de détention d'une start-up.

# ELIS, UNE STRATÉGIE DE CROISSANCE EXTERNE SANS FAUX PLI

*Opérant dans un marché fragmenté des services circulaires au travail, la société Elis a assis son développement à l'international sur une stratégie d'acquisitions offensive, marquée par la réalisation de plusieurs transactions significatives chaque année. L'exercice 2024 ne devrait pas déroger à la règle.*



**ELIS REPASSE LA SECONDE.** Après un exercice 2023 inhabituellement atone en matière de M&A, avec seulement deux rachats de taille modeste – quelques millions d'euros – en Italie (Gruppo Indaco) et en Espagne (Compañía de Tratamientos Levante), le leader mondial des services circulaires (linge plat, vêtements professionnels, protections des sols, sanitaires, essuyage industriel, boissons...) a démarré l'année 2024 pied au plancher. Mi-janvier, il a en effet officialisé la signature d'un accord portant sur l'acquisition de Moderna Holding BV. D'un montant légèrement supérieur à 50 M€, cette opération va contribuer à compléter son réseau existant aux Pays Bas, notamment sur le marché jugé porteur du vêtement de travail, tout en lui permettant d'y adresser le marché du « linge plat » (draps, housses de couettes, nappes...), sur lequel il n'opérait jusqu'alors pas. D'autres transactions de cette nature devraient intervenir dans les prochains mois, en Europe comme ailleurs. « *En ce début d'année, nous sommes fortement sollicités par des entrepreneurs désireux de vendre leur entreprise*, explique Nicolas Buron, directeur relations investisseurs, financement et trésorerie d'Elis. *Dans ce cadre, nous devrions nous montrer très actifs sur le front de la croissance externe.* »

## **Entre 50 et 100 M€ par an**

Depuis la création en 1968 du groupe à la suite d'un rassemblement d'activités localisées dans la région parisienne, la croissance externe est au cœur de sa stratégie de développement.

« *Dans la mesure où nous livrons nos clients, la proximité est clé. Dans un souci de réduire les distances parcourues pour ce faire, et par là même les frais associés, nous avons ainsi fait le choix d'un modèle reposant sur un réseau très dense de centres de taille réduite* », détaille Nicolas Buron qui, toutes proportions gardées, dresse un parallèle avec Amazon. Or, pour y parvenir, Elis a considéré qu'il gagnerait du temps à élargir son maillage territorial par le biais de rachats d'actifs existants. Une approche d'autant mieux adaptée que « *nos marchés sont très fragmentés, et qu'un volant d'entrepreneurs proches de la retraite souhaitent en permanence monétiser le travail de leur vie via une cession de leur participation* », complète le responsable. C'est donc pour cette raison qu'Elis annonce, en règle générale, autour de huit acquisitions chaque année. Et encore, ce chiffre est en deçà de la réalité. « *Nous ne communiquons que sur les transactions significatives, c'est-à-dire celles pour lesquelles la cible génère un chiffre d'affaires minimum de 5 M€ en France et de 3 M€ à l'étranger* », précise Nicolas Buron. Se voulant opportuniste, la société, qui est cotée sur Euronext Paris, ne détermine auprès des investisseurs aucun objectif ni en nombre d'opérations ni de budget à allouer au titre de la croissance externe. Exception faite du millésime 2023, cette dernière implique des investissements annuels généralement compris entre 50 et 100 M€. « *Pour 2024, il est d'ores et déjà acquis que le montant cumulé de nos*



acquisitions excédera ce plafond », prévient Nicolas Buron. Multiple communément dans le secteur, chaque acquisition de taille modeste est valorisée à hauteur de 1 fois environ le chiffre d'affaires annuel.

### Une équipe interne restreinte

Pour mener à bien ses projets M&A, Elis s'appuie, en interne, sur une équipe restreinte. Chapeauté par Matthieu Lecharny, directeur général adjoint de la société, cette structure comprend deux collaborateurs. Le premier, un ancien consultant en audit, est en charge tout particulièrement de la réalisation des due-diligences ou de leur suivi lorsque celles-ci sont exécutées par un tiers. Outre la qualité de l'actif industriel et du portefeuille de clients de la cible, l'accent est mis sur le climat social – la main-d'œuvre représente 60 % de la base de coûts d'Elis – et sur l'audit environnemental. « L'une de nos priorités consiste à nous assurer que nous ne rachetons pas un sol pollué », informe Nicolas Buron. La politique M&A du groupe exclut par ailleurs par principe toute acquisition dans les paradis fiscaux ou considérés comme des États ou des territoires non coopératifs (« ETNC ») au regard de la loi française ou de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE). Occupant auparavant des fonctions opérationnelles dans l'entreprise, le deuxième membre de l'unité M&A se focalise quant à lui sur les différents aspects liés à l'intégration. En matière d'identification des cibles, Elis s'appuie sur plusieurs canaux. Figurant parmi les principaux consolidateurs de son secteur, le groupe reçoit déjà de nombreux appels entrants de la part de candidats à la vente. En parallèle, sa présence locale lui permet d'être informé rapidement des opportunités à saisir. « Nous évoluons dans un petit milieu, au sein duquel tout le monde se connaît », confirme Nicolas Buron. Enfin, la société maintient, dans les pays où elle est présente, des contacts avec d'anciens salariés et dirigeants qui, depuis reconvertis comme consultants, lui font remonter de telles informations. « Ce sont en quelque sorte nos

## IMPLANTATION RÉUSSIE AU MEXIQUE

À l'été 2022, Elis faisait ses premiers pas au Mexique, sa dernière nouvelle implantation géographique en date, avec le rachat du seul acteur local disposant d'une couverture nationale. Forte d'un chiffre d'affaires de 74 M€ au moment de son acquisition, cette entreprise centenaire de 2 600 salariés opère dans 11 usines et 12 centres de distribution. À l'occasion de la publication de ses revenus durant l'exercice 2023, le groupe français s'est réjoui de la « très forte performance de ses activités mexicaines », avec à la clé un chiffre d'affaires de près de 120 M€ enregistré sur ce marché d'Amérique latine et une marge d'Ebitda ajusté supérieure à... 40 %, contre 34,2 % au niveau global.

sherpas locaux », résume Nicolas Buron. Une fois un actif intéressant repéré, Elis a pour habitude de négocier avec le vendeur en bilatéral. « Nous ne participons jamais à des processus d'enchères », ajoute-t-il. De même, le recours à des conseils financiers, comme lors de l'offre publique d'achat lancée en 2017 par Elis sur son concurrent britannique Berendsen pour plus de 2 Mds€ (la plus grosse acquisition de son histoire), est exceptionnel.

### La conquête de nouveaux marchés en vue

Pour 2024, Elis ne se ferme aucune porte, loin s'en faut. « Nous prospectons dans l'ensemble de nos marchés et de nos pays », insiste Nicolas Buron. Pour la première fois depuis l'été 2022 et son implantation au Mexique (voir encadré), le groupe de blanchisserie industrielle pourrait également inaugurer un nouveau pays. Il opère à ce jour dans 29 territoires, en Europe et en Amérique latine. Quoi qu'il en soit, après avoir dégagé un chiffre d'affaires de 4,3 Mds€ en 2023, un record, sa direction a annoncé la couleur : « 2024 devrait être une nouvelle année de croissance rentable pour Elis ». Autre quasi-certitude, le M&A, après avoir soutenu la croissance des revenus de seulement +1,8 % l'an dernier, devrait contribuer sensiblement plus aux performances du groupe.

[ARNAUD LEFEBVRE

### LES CHIFFRES CLÉS D'ELIS

- ♥ 4,3 Mds€ de chiffre d'affaires en 2023
- ♥ Marge d'Ebitda ajusté de 34,2 % en 2023
- ♥ Présence dans 29 pays
- ♥ Près de 52 000 collaborateurs
- ♥ Notation financière BBB- (catégorie investment grade) chez S&P Global Ratings
- ♥ Capitalisation boursière d'environ 5 Mds€ à fin février 2024

# ESG, LES NOUVEAUX ENJEUX POUR LE M&A

**[ CHARLOTTE MICHON,**  
ASSOCIÉE DU CABINET  
CHARLOTTE MICHON  
AVOCAT

**[ CATHERINE DETALLE,**  
ASSOCIÉE DU  
CABINET EVERSHERDS  
SUTHERLAND

**[ GILLES BIGOT,**  
ASSOCIÉ ET CO-  
GÉRANT DU CABINET  
WINSTON & STRAWN

**[ ERIKA WOLF,**  
PRÉSIDENTE ET  
FONDATRICE,  
WAYS EHEAD



*Selon une étude récente de PwC, 77 % des entreprises accordent désormais une attention particulière aux critères ESG (environnemental, social et de gouvernance) dans le cadre de leurs opérations M&A. Il y a deux ans, cette proportion était d'à peine 50 %. Aujourd'hui, les critères ESG peuvent s'avérer décisifs dans le processus de sélection des sociétés acquéreuses, pouvant aller jusqu'à bloquer ou faire baisser le prix d'une transaction ou contribuer à mieux valoriser une acquisition potentielle. Ils s'invitent dans toutes les étapes du processus de fusions-acquisitions : de la sélection de la cible, à l'intégration post-M&A en passant par les phases d'audit. Comment les enjeux ESG transforment-ils la stratégie M&A et la manière de l'exécuter ? Quels sont les nouvelles opportunités et défis pour les acteurs du M&A ? Comment tirer parti de cette transformation ?*

**CARMEN BRICENO,**  
DIRECTRICE  
JURIDIQUE &  
CONFORMITÉ DU  
GROUPE RAJA

## ÉTAT DES LIEUX DU MARCHÉ

**Gilles Bigot :** La place de l'ESG dans les opérations de M&A est devenue primordiale. Les questions environnementales, sociales/sociétales et de gouvernance sont désormais parmi les premières à être scrutées, dès l'identification et l'approche de la cible. L'acquéreur doit, à l'intérieur de son portefeuille, une prise en compte et une démarche avancées en termes ESG. L'entreprise ciblée se doit d'être ESG compatible avec lui, soit en l'état, soit à l'issue d'un processus de mise en conformité clairement convenu et défini. J'ai une forte expertise corporate et réglementaire dans le secteur de la santé. Il est intéressant de relever contre-intuitivement qu'il n'était pas si naturel que cela, jusqu'à relativement récemment, dans le monde des opérateurs de santé, de penser environnement, décarbonation, etc. Mais les comportements et mentalités sont en train de changer à une vitesse incroyable. Cette tendance est d'ailleurs perceptible dans tous les secteurs. C'est un phénomène global de réflexion et de prise de conscience sur les conséquences de la pollution humaine. Les dirigeants et actionnaires au sens large, en fait toutes les parties prenantes, s'interrogent sur la façon dont ils peuvent enrayer ce processus dramatique, que ce soit philosophiquement, économiquement, socialement, etc.

**Carmen Briceno :** La prise de conscience au niveau mondial des enjeux ESG est indéniable. Aujourd'hui, l'examen et l'évaluation de ces critères sont essentiels dans tout processus de croissance externe. En effet, les acteurs des deux côtés de la table des négociations ont saisi l'importance de ces facteurs pour la réussite ou l'échec d'une transaction. La pression provient non seulement des investisseurs et du public en général mais

elle est également réglementaire. La France a joué un rôle moteur dans ce domaine avec la loi NRE de 2001, puis la loi Pacte, la loi Sapin II et la loi sur le devoir de vigilance.

**Erika Wolf :** S'il y a une prise de conscience des entreprises, il ne faut en effet pas sous-estimer l'important levier de la réglementation et notamment de l'obligation de transparence sur la performance extra financière imposée par la CSRD qui vient d'entrer en vigueur et qui se décline en cascade auprès des acteurs de taille moyenne, des entreprises familiales, des fournisseurs des grands donneurs d'ordre... Le levier réglementaire est également fort pour les fonds d'investissement, s'agissant de la contribution (ou non) de leur portefeuille aux objectifs de la taxonomie. Au-delà de la mise en conformité, les acteurs corporate peuvent y voir une opportunité business parce qu'une entreprise qui développe une démarche ESG structurée, va mieux maîtriser ses risques et améliorer la résilience de son business model. L'extra financier est ainsi une démarche servant aussi la performance financière, à condition de s'inscrire dans le moyen et long terme. Je pense par exemple à une entreprise du secteur de la chimie qui génère des polluants éternels, si elle n'anticipe pas les réglementations qui sont en train de s'accélérer sur le sujet, elle n'aura, à terme, plus de *license to create* et perdra une partie de son activité

**Charlotte Michon :** Autre levier à ne pas sous-estimer : le regard des parties prenantes c'est-à-dire les investisseurs, les associations et les ONG qui vont scruter les impacts négatifs du comportement des entreprises par rapport à leurs objectifs affichés dans leur stratégie. Particulièrement d'un point de vue climatique et environnemental. En revanche, s'agissant des objectifs sociaux et notamment des droits humains, même si on perçoit de plus en plus une volonté d'intégration des enjeux vigilance de la part des entreprises, force est tout de même de

reconnaître qu'elles interviennent finalement surtout comme des pompiers pour éteindre un incendie qui se déclare dans une cible qu'elles sont sur le point d'acquiescer. Cette dimension sociale doit être davantage anticipée pour prendre la décision de croissance externe en connaissance de cause. Ce n'est pas encore suffisamment le cas, sans doute parce que les outils ne sont pas adéquats, pour pouvoir mettre immédiatement en place des plans d'action et pour permettre d'élever les pratiques de la cible.

**Catherine Detalle:** Dans une opération corporate, les acteurs ne s'intéressent pas toujours de la même façon au E, au S et au G. Je suis responsable du secteur *consumer* chez Eversheds Sutherland, où les problématiques ESG sont très importantes que ce soit en *retail*, en hôtellerie, en alimentaire et dans le luxe. Au niveau mondial, si certains acteurs prennent aujourd'hui conscience du S et du G, le E a longtemps été prioritaire dans l'analyse des engagements. Les aspects sociaux et de gouvernance restent parfois encore un peu flous.

## L'IMPACT DE L'ESG SUR LES VALORISATIONS DES CIBLES

**Catherine Detalle:** La façon dont les critères ESG ont un impact sur les valorisations des entreprises est encore assez variable. Lorsqu'un problème se pose sur un actif qui n'est pas purement compatible ESG, les questions réglementaires doivent être anticipées et elles vont impacter directement le business. Ce type de sujet peut ralentir l'opération d'acquisition, voire être *deal breaker*.

**Gilles Bigot:** Cette contrainte n'est tout de même pas unanimement partagée. Le tout est de bien faire prendre conscience qu'une telle contrainte à la base peut devenir une force, car on ne peut plus faire abstraction de la prise de conscience irrémédiable du patient, du consommateur final, de l'individu au sens large, sur la nécessité pour les entreprises d'être vertueuses et d'agir en vue de plus d'exemplarité et même d'en faire un atout concurrentiel défensif ou offensif.

**Erika Wolf:** Je suis d'accord. Je crois que les entreprises perçoivent encore ces questions ESG comme une contrainte, mais quand elles s'en emparent, elles prennent conscience rapidement de l'intérêt du point de vue business (gestion des risques, accès

aux financements et au marché, marque employeur...). Les méthodes de valorisation de cette performance extra financière doivent cependant encore être améliorées et surtout harmonisées. La double matérialité – analyse de la matérialité d'impact et de la matérialité financière – des enjeux durabilité pour l'entreprise exigée par la CSRD pourrait aider à développer, à terme, des pratiques communes de valorisation.

**Gilles Bigot:** Aujourd'hui, dans une valorisation d'entreprise, ne pas avoir déterminé de critères ESG, ni entamé de mise en conformité, peut être considéré comme un certain handicap. Mais il ne s'agit pas encore d'un *must have*. Cela ne va plus tarder.

**Charlotte Michon:** Ce n'est pas non plus encore une opportunité de différenciation.

**Carmen Briceno:** Il convient de rappeler que la compréhension de la notation ESG peut être complexe en raison de l'absence de standardisation des critères utilisés par les sociétés de notation. En effet, il existe une certaine hétérogénéité dans les pratiques. Par ailleurs, les études montrent qu'il est difficile de traduire la notation ESG en modélisation financière. L'entrée en vigueur de la directive CSRD en Europe était donc essentielle pour homogénéiser les pratiques et fournir des informations cohérentes, compréhensibles, comparables et auditées pour mieux évaluer la cible.

**Erika Wolf:** Grâce au règlement européen encadrant les activités de notation extra financières, les agences de notation devront faire preuve de plus de transparence sur les éléments de pondération, les méthodes de calcul, l'utilisation ou non de l'analyse de la double matérialité...

**Gilles Bigot:** C'est essentiel pour ne pas engendrer de concurrence déloyale entre opérateurs, quel que soit leur secteur ou leur géographie d'implantation ou opérationnelle.

**Catherine Detalle:** Dans les processus concurrentiels d'acquisition, face à un bel actif, certains critères seront, de fait, plus importants que d'autres. Bien sûr, chaque candidat à l'acquisition pose ses questions dans le cadre de la due-diligence ESG, mais chacun aura à analyser ce qu'il faut demander comme rectification avant le *closing* ou ce qui pourra être fait postérieurement.

**Gilles Bigot:** On a vu des VDD commencer et s'arrêter le temps de se mettre en conformité, pour ensuite reprendre. Les processus d'acquisition sont souvent l'occasion de progresser et de se mettre au bon niveau de conformité, d'engager les actions qui plus tard paieront ou protégeront.

**Erika Wolf:** Je ne crois pas qu'il soit opportun d'appréhender l'ESG comme un simple exercice de conformité ou de reporting. Les due diligences ESG s'organisaient jusqu'ici autour d'un *template* qui consistait surtout à cocher toutes les cases de l'ESG quels que soient la taille, le secteur de l'entreprise. Aujourd'hui,



**ERIKA WOLF, PRÉSIDENTE**  
WAYS AHEAD

notamment au regard du prisme de la double matérialité, des sujets business et de résilience associés, la durabilité de l'entreprise doit s'apprécier au regard de sa chaîne de valeur, de ses produits, de ses implantations et enjeux sectoriels. Une analyse au cas par cas a donc non seulement le mérite d'identifier les limites du business model et des enjeux économiques associés, mais aussi d'identifier les sujets durabilité à traiter en priorité pour justement renforcer le business model et le rendre plus durable dans tous les sens du terme. Des éléments sur lesquels les fonds doivent pouvoir s'appuyer pour encourager les entreprises de leur portefeuille à améliorer leur performance extra financière. Une dynamique qui s'aligne tout à fait avec les intérêts des fonds en améliorant la valorisation de leurs actifs: c'est une des raisons pour lesquelles les fonds font progressivement appel à des experts externes pour réaliser les due-diligences ESG.

## L'IMPACT DE CES ENJEUX SUR LE PROCESSUS M&A

**Catherine Detalle:** Il y a quatre phases dans une opération de M&A. Pour l'acquéreur, il s'agira d'abord de sélectionner la cible et de préparer les bonnes questions sur son business durant les due-diligences et les cessions de Q&A. Pour le vendeur, il faudra préparer la cible et s'assurer qu'elle sera capable de répondre aux questions stratégiques sur la conformité. Certains sujets étaient d'ailleurs couverts auparavant, je pense par exemple à ceux sur l'anticorruption, au risque environnemental, aux codes de conduite... Aujourd'hui, les éléments d'analyse sont plus étoffés avec une prise en compte par exemple des conditions de travail, des droits de l'homme, de la parité... Dans une deuxième phase, celle de la rédaction des contrats, certaines clauses spécifiques voient le jour dans les déclarations et garanties (*representations & warranties*). Enfin, il y aura des contraintes plus ou moins importantes au moment de l'intégration post-closing en fonction des objectifs du groupe dans lequel s'insère la cible.

**Gilles Bigot:** Certaines hypothèses peuvent aller jusqu'à déclencher un complément de prix. Il est de plus en plus fréquent qu'un

plan d'incitation soit négocié, mis en place, amenant les dirigeants et actionnaires à implémenter les mesures nécessaires pour atteindre les seuils de performance attendus.

**Carmen Briceno:** Dans la première étape, celle de l'évaluation de la cible, nous constatons que la pratique du screening ou du filtrage de l'investissement est intégrée dans la démarche. Nous observons également une analyse plus approfondie des critères d'éligibilité et d'alignement en intégrant les principes de ne pas causer de préjudice significatif (*do no significant harm*) et de garanties minimales (*minimum safeguards*) issus des textes européens. Dans le processus de due-diligence, il me semble ensuite primordial de décliner les risques identifiés en garanties qui seront exigées du vendeur lors de la contractualisation.

**Charlotte Michon:** Il convient d'arriver à qualifier le risque lié à la cible dans le cadre du périmètre du devoir de vigilance, c'est-à-dire s'agissant des droits humains et de l'environnement, ce qui rejoint les *minimum safeguards* et le *do not significant harm*. Par rapport aux objectifs qu'elles se sont fixés et leur propre cartographie des risques, les entreprises vont donc répliquer et matérialiser quels risques l'acquéreur leur fera courir, du fait de son activité et de ses relations commerciales. C'est d'ailleurs nouveau d'appréhender le risque par rapport aux fournisseurs et aux relations commerciales sur des enjeux liés à la RSE. Il convient donc de répliquer ce périmètre de vigilance pour évaluer les risques existants et potentiels, mais aussi la capacité de l'entreprise à gérer les incidents et à mettre en place les politiques de droits humains adaptées. Ce sont des questions qui se développent dans les due-diligences menées par les grandes entreprises ou lors d'une présence de la cible dans des pays à risque. Ce n'est pas encore systématisé dans toutes les acquisitions.

**Catherine Detalle:** Dans les opérations cross-borders, la question se pose en effet. Mais je rappelle que tous les pays européens ne transposent pas les directives de la même façon. Et au niveau international, certaines juridictions n'ont pas du tout le même niveau d'exigences que nous. Les acquéreurs potentiels en sont très conscients et ce sont des sujets abordés au moment des Q&A et on peut demander à des cibles de mettre en place des procédures de conformité adaptées avant la réalisation de l'opération d'acquisition.

**Charlotte Michon:** Dans certaines régions où les droits humains sont sensibles, la question est rapidement abordée et est prise en compte dans le dialogue. Je ne suis néanmoins pas certaine qu'elle empêche un investissement ou soit *deal breaker*. En tout cas, pas pour l'instant.

**Carmen Briceno:** Une difficulté en matière de droits humains dans la cible peut impacter la réputation de la société acquéreuse. Les risques de contentieux et financiers qui en



**CATHERINE DETALLE**, ASSOCIÉE  
DU CABINET EVERSLEDs SUTHERLAND

découlent ne doivent pas être négligés non plus. Elle doit donc être sérieusement traitée et anticipée lors du processus d'acquisition.

**Erika Wolf :** Je ne suis pas sûre non plus que ce soit un véritable *deal breaker*. Ce peut être surtout l'opportunité de mettre en place un cadre pour limiter des incidences négatives qui n'avaient jamais été maîtrisées, ni anticipées. En corrigeant ces pratiques, l'entreprise réduira ses risques notamment de contentieux ou encore réputationnels.

**Gilles Bigot :** Je suis totalement d'accord avec vous. La documentation contractuelle peut prévoir des processus pour que l'acquéreur démontre qu'il a pris en compte les difficultés et qu'il va mettre en œuvre les moyens pour les régler. On peut parler d'une forme d'auto-obligation de faire.

**Catherine Detalle :** Il est bien entendu plus adapté de *discloser* le problème tout de suite, plutôt que d'attendre que l'acquéreur le découvre dans le cadre de la due-diligence. Ce genre de situation peut arriver à n'importe quel groupe, mais l'entreprise doit démontrer qu'elle a mis en place des procédures en interne pour les corriger. Je rappelle qu'il y a un risque de responsabilité pour l'acquéreur post-intégration.

**Carmen Briceno :** Nous observons une accélération de la judiciarisation des enjeux liés à la RSE, qui constitue une préoccupation majeure pour les entreprises. Le cadre normatif européen évolue et se renforce pour lutter plus efficacement contre les infractions environnementales. En France, la création récente d'une chambre à la cour d'appel de Paris dédiée aux contentieux émergents en matière de devoir de vigilance et de responsabilité écologique, ainsi que des procédures spécialisées telles que la Convention judiciaire d'intérêt public environnemental (CJIPE) témoignent de cette évolution. La responsabilité civile et pénale de l'entreprise dans le cadre des opérations de croissance externe constitue donc un enjeu de taille.

**Charlotte Michon :** Tout dépendra de l'intensité de la controverse et de la systématicité des pratiques. Il faudra surtout évaluer la réaction de l'entreprise cible, si elle a compris l'importance du problème et mis en place des actions correctives rapidement, si elle a cherché à les cacher, si elle s'est défaussée sur d'autres acteurs. C'est la transparence qu'elle aura qui

conditionnera l'avenir des négociations.

**Erika Wolf :** Si elle se projette sur une sortie, ou une revente, c'est justement son attitude et sa réaction qui seront valorisées. Il y a donc derrière des intérêts économiques et financiers.

**Gilles Bigot :** Force est de constater que de manière générale, voire caricaturale, les nouvelles générations d'investisseurs financiers et d'entrepreneurs sont tout de même beaucoup plus sensibles à ces sujets que les précédentes.

**Catherine Detalle :** Dans le secteur du *retail*, je note cependant des contradictions entre l'affichage des ambitions de cette nouvelle génération et certains comportements, comme l'engouement pour le *fast fashion*. Le consommateur veut de la transparence sur la chaîne d'approvisionnement et donc les due-diligences sont importantes sur ce point dans les opérations de M&A.

**Erika Wolf :** Le problème est le même dans le secteur de la transition énergétique. Aujourd'hui, on oublie souvent qu'investir dans des projets de batteries par exemple ne se fait pas sans incidence sur d'autres dimensions de la durabilité. L'impact sur l'environnement n'y est pas négligeable, comme l'a rappelé une très récente controverse associée à un projet de Gigafactory au Canada. Ce n'est donc pas parce qu'un secteur s'affiche comme vert qu'il faut se passer de ces due diligences sur la performance extra financière des entreprises cibles.



**GILLES BIGOT, ASSOCIÉ  
ET CO-GÉRANT DU CABINET  
WINSTON & STRAWN**

## LES OPPORTUNITÉS POST-FUSION

**Catherine Detalle :** Après l'acquisition, la cible bénéficiera des procédures mises en place au sein du groupe. Dans le domaine du *retail* ou du *food & beverage*, les cibles qui avaient des modes de fonctionnement parfois assez artisanaux vont pouvoir bénéficier de procédures des grands groupes notamment s'agissant des remontées d'informations plus efficaces, des codes seront mis en place, etc. Les problématiques ESG sont souvent très bien gérées par les grands groupes qui se sont souvent fixés des objectifs ambitieux, sur un calendrier très court.

**Charlotte Michon :** Il y a aussi un enjeu juridique important car la cible va bénéficier immédiatement du périmètre d'intégration et donc des procédures mises en place sur le reporting extra financier ainsi qu'en matière de devoir de vigilance. Il faut d'ailleurs l'avoir anticipé très tôt car la responsabilité du groupe est en jeu.

**Catherine Detalle :** Si les actifs n'ont pas vocation à rester en portefeuille, c'est parfois un sujet au moment de la revente. Car parfois, les procédures internes n'ont pas eu le temps d'être mises en place. Et les problèmes qui ont été perçus au moment de l'acquisition de la cible se

retrouveront au jour de sa cession.

**Gilles Bigot :** C'est d'ailleurs un sujet d'importance pour les fonds qui ont des durées d'investissement variables, allant de deux à sept ans. La conformité des pratiques doit être anticipée avant la revente car le candidat acquéreur suivant regardera ces points avec une grande vigilance. Aujourd'hui, les fonds travaillent leurs portefeuilles avec précision s'agissant des critères ESG notamment. Dans le secteur de la santé, de l'imagerie médicale au sens large, mais pas seulement, cela devient essentiel. Les enjeux de décarbonation, de traitement des déchets sont bien entendu au cœur des attentions. Dans un secteur économique vital, conséquent, en cours de consolidation, chaque build-up se doit d'être animé par une volonté ESG et cela est de nature à offrir aux cibles d'envisager de se fédérer autour de programmes de durabilité mis en place en partenariat et avec le soutien de l'acquéreur. Les fonds d'investissement doivent et peuvent jouer un rôle fédérateur dans ce mouvement de transparence et de durabilité.

**Erika Wolf :** Certains fonds se contentent de proposer à leur portefeuille un panel d'experts pour les accompagner dans leurs démarches ESG, qu'ils cofinancent parfois. D'autres interviennent plus directement et mettent à disposition des compétences internes au service de leur portfolio. Mais finalement, il me semble que leur

travail consiste surtout à de la collecte de données ESG plutôt qu'à de l'expertise permettant d'améliorer en profondeur la durabilité du modèle d'affaires. Dans tous les cas, on constate une volonté montante de la part des fonds de travailler sur ces sujets, ce qui est plutôt positif.

**Carmen Briceno :** Les entreprises « vertes » sont souvent considérées comme plus innovantes et rentables. Elles se négocient en bourse à des prix supérieurs à la moyenne des sociétés « brunes » et l'écart de valorisation tend à se creuser. Certains fonds ont tendance à les privilégier, car cela peut créer de la valeur.

**Gilles Bigot :** Les fonds à impact n'investissent par exemple dans la santé que dans des projets à forte potentialité sociale ou environnementale, démontrable ou démontrée. Les paramètres extra financiers sont assez facilement déterminables dans le monde économique de la santé.

**Catherine Detalle :** Certains

acteurs américains sont d'ailleurs très courageux car il y a aujourd'hui une poignée d'États qui ont retiré leurs investissements dans des grands fonds à impact. Ces derniers ont malgré tout fait le choix de continuer leurs investissements ESG. Or, ce sont des acteurs financiers fondamentaux. L'année 2024, avec l'élection présidentielle américaine, va être décisive sur ces sujets.

**Charlotte Michon :** Nous voyons aussi apparaître des contentieux de la part des entreprises contre des fonds activistes qui proposent des résolutions sur leurs stratégies climatiques.

**Carmen Briceno :** Je rappelle tout de même que le M&A peut aussi représenter une opportunité pour l'acquéreur de cibler des entreprises qui ont déjà intégré les critères ESG dans leur stratégie, de manière à accélérer sa propre performance extra financière.

**Charlotte Michon :** Certaines pratiques peuvent en effet être plus développées par une cible, qui seront intéressantes pour l'acquéreur et au cœur de ses intentions de développement.

## LA DIRECTIVE CSRD, UN CHANGEMENT DE PARADIGME ?

**Erika Wolf :** Le périmètre des entreprises soumises à une obligation de reporting extra-financier devrait être multiplié par cinq en Europe. C'est tout de même un important changement ! Ces rapports devront être audités par un organisme tiers indépendant, au même titre que l'information financière, avec des degrés d'assurance progressifs. En termes de qualité et de traçabilité de la donnée ESG, l'enjeu est significatif et même central. Mais la CSRD, au-delà du reporting, amène l'entreprise à évaluer la résilience de son modèle économique, ses impacts, ses risques mais aussi les opportunités liées notamment à la transition. Cet exercice de la double matérialité permet certes de détourner le périmètre de reporting, mais c'est avant tout une méthodologie commune qui permet de prioriser les enjeux de durabilité et de les intégrer pleinement dans la stratégie de l'entreprise.

**Charlotte Michon :** Les enjeux matériels et les objectifs en particulier climatiques que l'entreprise aura définis devront orienter sa stratégie M&A. Pour ce faire, il est nécessaire de former l'ensemble des acteurs aux enjeux RSE, à commencer par les dirigeants et les business developers.

**Erika Wolf :** Pour le moment, en pratique, l'exercice est douloureux car le texte de la directive est très technique. Mais il a le mérite de poser un cadre qui a du sens et qui permet d'éviter que les entreprises communiquent sur ce qu'elles veulent en passant potentiellement à côté d'enjeux majeurs. Désormais elles doivent détailler



**CARMEN BRICENO,**  
DIRECTRICE JURIDIQUE &  
CONFORMITÉ DU GROUPE RAJA

leurs engagements sur les enjeux durabilité identifiés comme matériels, expliquer dans quelle mesure elles ont collaboré avec leurs parties prenantes pour identifier leurs impacts et fait évoluer leur gouvernance pour les adresser. Si elles n'ont rien fait, elles devront aussi le dire! Enfin, la CSRD impose de démontrer une trajectoire d'action avec des objectifs à court moyen et long terme, en étant transparent sur les avancées. Cette nouvelle réglementation fixe donc un nouveau point de départ.

**Charlotte Michon :** La CSRD est pour l'instant perçue comme une charge administrative supplémentaire. Même pour les grandes entreprises qui font, finalement, la même chose qu'avant mais en mettant peut être plus les formes. Elle n'est malheureusement pas vue comme un instrument de pilotage stratégique pour les grands groupes, alors même qu'elle leur demande de s'interroger sur leurs activités, leurs partenaires, leur influence et donc leur stratégie de durabilité à long terme.

**Carmen Briceno :** Je pense qu'elle pourrait le devenir, en particulier pour les entreprises de taille intermédiaire qui seront obligées de se former et de remettre en question leur modèle d'affaires et leur stratégie. L'approche est transverse. L'attention portée aux critères ESG pourrait conduire à une amélioration de la performance opérationnelle grâce à une utilisation plus efficace des ressources et à une réduction des coûts.

**Erika Wolf :** J'ai récemment travaillé avec des ETI qui sont soumises à ce texte. Il faut reconnaître que la CSRD fournit des éléments d'assurance aux entreprises qui n'ont jamais engagé une démarche ESG en définissant une méthode validée permettant d'identifier les sujets de performance extra financière à traiter. Je pense surtout qu'il faut être pragmatique et humble face au travail attendu: au-delà des dispositions transitoires permettant d'étaler certaines exigences de transparence dans le temps, les entreprises ne seront pas parfaites tout de suite, dans tous les cas.

Des arbitrages et partis pris seront à faire et ils devront être faits en toute transparence. Il convient donc de prendre du recul face à cette technicité qui draine un grand nombre de consultants qui promettent tous monts et merveilles alors que nous

sommes tous logés à la même enseigne avec des pratiques à affiner et des zones de flou. Avoir une approche rigoureuse mais opérationnelle en appréciant le niveau stratégique de l'exercice et ses impacts business sera déjà un très bon début. S'agissant de la réaction des grands groupes, ils commencent malgré tout à adopter ces nouvelles méthodes, même s'ils s'en plaignent. Il est vrai cependant que pour ceux qui prennent le sujet plus à la légère, notamment concernant la réalisation de l'analyse de double matérialité, tant qu'ils ne seront pas rappelés à l'ordre par des sanctions ou des alertes de leurs commissaires aux comptes/organisme tiers indépendant, il n'y aura sûrement pas de véritable changement.

**Catherine Detalle :** Je suis d'accord. Ce panel de réglementations françaises et européennes va dans le bon sens, mais on ne connaît toujours pas les sanctions encourues.

**Charlotte Michon :** Le flou perdure également sur la responsabilité encourue par les dirigeants.

**Catherine Detalle :** Les entreprises européennes sont soumises à des textes de plus en plus contraignants, or elles sont en concurrence avec des groupes étrangers qui n'ont pas les mêmes exigences.

**Carmen Briceno :** Cette concurrence existe bel et bien, mais je pense que cette contrainte va dans le bon sens. L'approche volontariste commence à devenir réglementaire au niveau mondial. Un bon exemple à citer est celui des Bourses de Shanghai, Shenzhen et Pékin qui ont édité des lignes directrices pour la publication du reporting extra financier des sociétés chinoises cotées. Le principal enjeu à surveiller reste, à mon avis, l'approche européenne de double matérialité par rapport à l'approche américaine qui ne prend en compte que la matérialité financière. Il faudra continuer à plaider pour une standardisation afin d'éviter aux entreprises internationales des doubles reportings et des écarts de concurrence.

**Gilles Bigot :** On peut voir à mon sens la CSRD comme une véritable opportunité pour construire une stratégie environnementale à forte valeur ajoutée, y compris en termes de monétarisation et de pérennisation. À condition que cela ne devienne pas, sur le plan international, un poids pesant sur la compétitivité, par et à cause d'un corpus légal et réglementaire discriminant les entreprises qui joueront le jeu pleinement. L'UE se doit donc d'être forte avec les acteurs qui veulent agir sur son marché. Et pas seulement sur ses seuls opérateurs.

**Erika Wolf :** Il ne faut pas oublier que la CSRD va s'appliquer, à terme, à des filiales de groupes étrangers qui opèrent en Europe. L'idée est justement d'éviter des biais de concurrence. Quoiqu'il en soit, c'est un changement de paradigme qui représente une belle avancée pour l'Europe.



**CHARLOTTE MICHON,**  
ASSOCIÉE DU CABINET  
CHARLOTTE MICHON AVOCAT

**+ 25 % DE CHIFFRE D'AFFAIRES**  
**DANS LA MOITIÉ DES ENTREPRISES ACCOMPAGNÉES**  
**PAR LES OPERATING PARTNERS I&S ADVISER**

**Qui est mieux placé pour accompagner  
la croissance d'une entreprise  
qu'un entrepreneur qui l'a déjà fait ?**

\*étude réalisée sur la partie variable de la rémunération d'I&S Adviser  
pour les 70 entreprises accompagnées en 6 ans

# OPERATING PARTNERS DAY 24

Les nouveaux leviers pour sécuriser  
la croissance et la rentabilité des entreprises

30 MAI 2024 - PARIS

300 personnes, 20 intervenants, des rencontres et du partage de bonnes pratiques pour générer la croissance. La France, comme les États-Unis et le Royaume-Uni, a son événement annuel dédié à la création de valeur.



Réservez  
maintenant

Tarif préférentiel réservé  
à nos lecteurs et abonnés :  
**GUESTOPDAY24**



**Deloitte.**



CFNEWS  
L'INFO ET DATA DU CORPORATE FRANCE

ECORESEAU  
BUSINESS

**Finyear**

Le nouvel  
Economiste

**investisseur TV**

**Maddyness**

NextStep  
LA PUISSANCE DE LA PERFORMANCE EN ENTREPRISE

**PRIVATE EQUITY**