

19
MARS
2024

LES RENCONTRES D'EXPERTS

Spécial LBO



Chez Lamartine, 143 Bd Haussmann, 75008 Paris

LBO SMALL-CAP, CHAMPION DE LA transformation et de la création de valeur

Historiquement, le Small-cap est le segment le plus actif du marché du Private Equity. Les incertitudes économiques et la hausse des taux de ces derniers mois n'auront pas freiné sa dynamique propre. Bien au contraire. Moins sensible à la hausse des taux, le Small-cap continue d'être très actif en attirant également des fonds mid-caps, venus sur ce segment pour constituer des plateformes à bon prix. Comme le montre la dernière étude de France Invest, la stratégie Buy & Build pour créer de la valeur gagne encore et toujours du terrain avec un doublement du nombre des build-up l'an passé. Mais pour maintenir les rendements à deux chiffres attendus par les LPs, d'autres leviers doivent désormais être activés comme l'ESG, l'IA, l'expertise sectorielle. Retour sur un segment qui, à l'image des participations, a beaucoup évolué ces deux dernières années.

MdA : En volume, le Private Equity a plutôt pas mal résisté l'an passé, sur le Small-cap. Qu'en est-il au premier trimestre 2024 ?

Olivier Renault, Lamartine Conseil : Il y a eu un léger tassement en 2023 pour des raisons mécaniques liées à un ralentissement du rythme des levées de fonds. Les choses semblent se débloquer en début d'année 2024. Par ailleurs, nous avons constaté une activité de nombreux Corporates venir faire leurs emplettes sur le marché du Small-cap, et de cette manière, offrir des solutions de sorties aux fonds. En ajoutant à cela un certain tassement des valorisations et des perspectives sur les taux plus raisonnables, tous ces éléments devraient permettre un nouvel élan. Enfin, nous constatons une augmentation du nombre de build ups menés par les PME sous LBO, y compris à l'étranger.

Philippe Serzec, PwC TS : Le Small-cap a été un peu épargné en 2023 même si la volumétrie s'est un peu contractée. Les deals même ont eu plus de mal à sortir. En 2024, Janvier /

Février étaient assez calmes mais depuis début mars, cela commence à repartir. Un peu comme l'an passé. Il y avait un peu d'attentisme lié à la finalisation des résultats annuels. Sur le Large Cap, on sent aussi un frémissement, les fonds se préparent en espérant qu'une fenêtre de tir puisse s'ouvrir. En attendant la réouverture des vannes du financement, les corporate qui sont moins contraints par les financements en profitent pour se positionner et animer le marché tous segments confondus.

Fabrice Huglin, Nexia SA : Je rejoins ce qui a été dit. Le nombre d'opérations a diminué. Il y a de l'attentisme et les opérations mettent davantage de temps à se dénouer. Les clients qui nous sollicitent sont davantage les corporate sur des secteurs de prédilection comme l'éducation, la santé, la tech. Par ailleurs, les multiples se tassent dans un contexte inflationniste avec une hausse des taux d'intérêt. Dans le cadre des montages LBO, on commence à voir les taux d'intérêt sur les contrats obligataires supérieurs à 12%. Dans ce contexte, les investisseurs tempèrent

leurs acquisitions afin de se rassurer sur les perspectives et s'assurer que les tendances annoncées sont conformes au budget. Il est également intéressant de noter que dans le cadre des montages LBO, les fonds d'investissement n'hésitent pas à renforcer le montant des fonds propres pour éviter d'avoir un effet de levier trop important. Enfin, concernant le marché sur ce début d'année 2024, on sent que cela repart un petit peu. Je ne sais pas si l'on aura la même tendance que sur les années post covid où l'on avait observé une forte croissance du nombre d'opérations avec des multiples en hausse. Je pense que le marché est en train d'atterrir doucement. Les performances des entreprises ont connu deux années post covid en forte amélioration et le monde économique pensait que les années à venir allaient suivre cette tendance. Ce n'est malheureusement pas le cas, le covid a mis les performances des entreprises sous cloche et les 2 années post Covid ont permis de résorber cette absence de croissance. En début d'année, il a des secteurs d'activité qui restent actifs avec des ETI qui participent à

Olivier Renault

► Olivier Renault est associé gérant de Lamartine Conseil, et diplômé en droit des affaires et fiscalité de l'Université de Paris I. Spécialisé sur le Small-Cap, il est intervenu à titre personnel sur quelques centaines de LBO/OBO/MBI depuis le début de sa carrière. Entrepreneur dans l'âme, il a une connaissance pointue des pratiques du capital investissement, ainsi que des problématiques des dirigeants des entreprises, qu'il accompagne à toutes les étapes de leur vie.

► Conseil régulier de fonds d'investissement de premier plan comme Naxicap Partners, Initiative & Finance, Turenne, Ciclad, Innovafonds, MBO+, Crédit Mutuel Equity, etc., Lamartine Conseil a notamment conseillé en 2023 les opérations suivantes : l'OBO de France Valley, le LBO quaternaire de GCC, le LBO tertiaire de Loyez Woessen, la sortie de LBO de Sequoiasoft, l'ouverture de capital de Weezevent, le LBO secondaire de Rail Industries, etc.. Avec ses 110 consultants, Lamartine Conseil est présent en France au travers de ses bureaux de Paris, Lyon, Aix-Marseille, Bordeaux, Nantes et Lille.



la concentration de certains secteurs d'activités en France et qui investissent également à nouveau à l'international. Nous avons d'ailleurs quelques opérations transfrontalières en cours en ce moment.

Jacques-Henri Hacquin, NG Finance : Le Small-cap a confirmé sa position de segment le plus actif du Private Equity en 2023, résistant aux incertitudes économiques et à la hausse des taux. Cette tendance se poursuit en 2024, avec un premier trimestre 2024 dynamique en volume. Le Small-Cap attire de plus en plus de fonds Mid-Cap, qui y voient l'opportunité de constituer des plateformes à bon prix. Cette diversification des investisseurs renforce la solidité du segment. La stratégie d'acquisition et de développement d'entreprises («Buy & Build») s'avère particulièrement efficace pour créer de la valeur. Cependant, pour maintenir des rendements à deux chiffres, les fonds s'orientent vers de nouveaux leviers tels que l'ESG, l'IA et l'expertise sectorielle.

“Les choses se sont un peu débloquées en début d'année 2024. Par ailleurs, nous avons constaté une activité de nombreux Corporates venir faire leurs emplettes sur le marché du small-cap, et de cette manière, offrir des solutions de sorties aux fonds. En ajoutant à cela un certain tassement des valorisations et des perspectives sur les taux plus raisonnables, tous ces éléments devraient permettre un nouvel élan. Enfin, nous constatons une augmentation des build ups menés par les PME sous LBO, y compris à l'étranger.”

Olivier Renault

Philippe Serzec, PwC TS : Il y a aussi l'inflation des coûts et des prix de vente. Cela a impacté, souvent à la hausse, les marges des entreprises et les niveaux d'EBITDA servant de base aux valorisations.

Fabrice Huglin, Nexia SA : Les entreprises ont globalement reconstitué leurs marges dans un environnement inflationniste. Le marché acceptait assez facilement les hausses tarifaires. Avec une diminution de la croissance voir une réduction de l'activité, on retrouve une compétition sur les prix.

MdA : Gabriel, Largillière Finance a fait une aussi bonne année semble-t-il. La typologie des dossiers a-t-elle changé ?

Gabriel Hainault, Largillière Finance : En 2023, nous avons connu une activité proche de celle de 2022, qui était pourtant une très bonne année. Près de 80% de notre activité est réalisée sur



Philippe Serzec

- Associé au sein du département Transaction Services de PwC France qu'il a rejoint en 2020 pour y créer la practice Private&Family, après plus de 25 ans d'expérience à Paris mais aussi à Caen, au Mali et à Singapour. Private&Family est une équipe de 20 professionnels intervenant pour le compte de PME et ETI patrimoniales et familiales et de fonds de Capital Développement et LBO Small-Cap à Paris et en Régions.
- Philippe a la responsabilité du Private Equity small ticket pour la France et du développement des activités Deals en Régions. Au cours des 20 dernières années, il a mené plus de 500 projets de due diligence pour des investisseurs financiers ou industriels, côté acquisition ou cession (VDD et Vendor Assistance). Ses clients incluent un large portefeuille de fonds d'investissement majoritaires ou minoritaires, ainsi qu'un grand nombre de PME, ETI et groupe coopératifs lors d'opération primaires ou de build-up. Philippe est diplômé d'Audencia Nantes (1992) et expert comptable (2007)

les opérations de LBO et de cession. Nous avons bien résisté en 2023 avec une proportion d'opérations plus importantes au travers des adossements stratégiques, donc avec des deals quasi systématiquement majoritaires. Nous avons senti malgré tout une appétence pour des opérations minoritaires qui sont boostées par les taux d'intérêt qui restent hauts et qui se sont que très récemment stabilisés. Nous constatons une bonne dynamique d'activité depuis le début de l'année et qui nous laisse penser que 2024 sera une bonne année. Sectoriellement, en 2023 l'activité immobilière a été moins porteuse avec des pertes à terminaison sur certains liées à la double hausse : matières premières donc du prix de revient et des taux d'intérêt. Plus généralement, la baisse des multiples a profité aux opérations sur les autres secteurs que ce soit dans le BtoB, l'industrie et les services. Chez Largillière, les FIG constituent une dominante sectorielle forte sur laquelle

“Le Small-cap a été un peu épargné en 2023. En 2024, Janvier Février étaient assez calmes mais depuis début mars, cela commence à repartir vraiment. Un peu comme l'an passé. Il y avait un peu d'attente liée à la finalisation des résultats annuels. En attendant la réouverture des vannes du financement, les corporate qui sont moins contraints par les financements en profitent pour se positionner et animer le marché.”

Philippe Serzec

les multiples de valorisation sont restés stables.

MdA : A l'échelle d'Arkea Capital, la dynamique transactionnelle est-elle toujours aussi forte ?

Nouria Barnat, Arkea Capital : Compte tenu du positionnement d'Arkea Capital, généraliste et aux tickets allant de 1 à 50 M€, notre deal flow reste important. Ce que l'on a vu en 2023, ce sont surtout des opérations majoritaires qui ont du mal à trouver des investisseurs. Les process se sont allongés car les attentes des vendeurs sont restées élevées et les acheteurs hésitent beaucoup à s'engager surtout lorsqu'il y a du Cash-Out. De fait, c'est une équation qui ne fonctionne pas. En 2024, on sent les positions évoluer avec des actifs qui reviennent sur le marché et acceptent les prix de marché. En 2022, les multiples d'acquisition étaient élevés, l'objectif est de faire baisser le prix de revient en

Fabrice Huglin

- Fabrice Huglin est associé d'Aca Nexia, en charge du département Transaction Services aux côtés d'Olivier Lelong et d'Hervé Teran. Il intervient pour des PME et ETI, principalement dans le domaine des services, de l'industrie et de la distribution. Il a plus de 20 années d'expérience professionnelle et a conseillé plus d'une trentaine d'opérations en 2022, Aca Nexia ayant participé à plus de 140 opérations en 2022.
- Il développe depuis plusieurs années une expertise dans le domaine de l'enseignement supérieur privé en qualité de conseil et pour des missions de due diligence. A travers plusieurs échanges et séjours auprès de membres étrangers du réseau Nexia, il a acquis une expérience internationale, dont il fait profiter les groupes français qui souhaitent s'implanter à l'étranger.



procédant à des croissances externes.

Fabrice Huglin, Nexia SA : Cela permet de consolider certains secteurs et d'amortir une partie des frais fixes.

Gabriel Hainault, Largillière Finance : Cela a aussi un effet relatif pour les deals qui se sont faits sur des valorisations plus élevées.

MdA : Cécile, la santé est réputée très résiliente. L'appétit des acquéreurs est resté important sur ce secteur, non ?

Cécile Nguyen, Apposite Capital : Oui tout à fait, la santé reste un secteur très attractif. Malgré tout, je crois que même la santé a été touchée par la baisse d'activité généralisée en 2023. Cette situation devrait évoluer. Je regardais récemment les chiffres du rapport de Bain sur le PE Mondial. On voit que près de la moitié des fonds de Buy Out, tout secteur confondu,

“Il est également intéressant de noter que dans le cadre des montages LBO, les fonds d'investissement n'hésitent pas à renforcer le montant des fonds propres pour éviter d'avoir un effet de levier trop important. Depuis 2024, on sent que cela repart un petit peu. En ce début d'année, il a des secteurs d'activité qui restent actifs avec des ETI qui participent à la concentration de certains secteurs d'activités en France et qui investissent également à nouveau à l'international.”

Fabrice Huglin

détiennent des participations depuis plus de 4 ans. Donc ils ont retenu un certain nombre de deals en 2023 et cela devrait générer des sorties en 2024 et 2025. Chez Apposite Capital, on observe que le deal flow est plus fourni cette année, que ce soit en France et un peu partout en Europe. Rappelons qu'il y a aussi 1,2 trillions de dollars de dry powder dans les fonds. On voit aussi qu'il y a une activité très fournie de secondaire et de fonds de continuation qui sont des moyens d'accélérer les rotations de portefeuille. Clairement ce sont des signaux positifs. Cela ne veut pas dire que cela va être simple car les taux n'ont pas encore baissé et les valorisations restent encore élevées. L'indice Argos était en baisse, à 9 fois l'Ebitda, au quatrième trimestre 2023. Mais finalement cela correspond à la moyenne des valorisations sur 20 ans. La santé c'est un secteur résilient



Benjamin Marché

- Benjamin Marché est associé du cabinet Squire Patton Boggs. Il en charge du département Banque-Finance. Fort d'une expérience riche, Benjamin intervient tant pour les prêteurs (senior ou mezzanine) que pour les emprunteurs. Il est spécialisé dans les financements d'acquisition à effet de levier (LBO) domestique et cross-border.
- Benjamin a également participé à de nombreuses restructurations financières.
- Enfin, Benjamin a pu conseiller de nombreuses entreprises sur les opérations financements d'opérations infrastructures domestiques ou internationales.

globalement mais avec plein de sous-segments qui réagissent différemment. Par exemple le secteur du "Healthcare provider" est particulièrement impacté par l'inflation notamment salariale, tandis que celui des dispositifs médicaux va être touché par l'évolution de la réglementation. Sur le plan des macro tendances, la croissance du secteur est assurée par l'augmentation de l'âge et des maladies chroniques. Mais il y a aussi des défis à relever tels que la capacité à recruter, c'est un vrai sujet de tension. Chez Apposite, notre ambition est de construire des champions européens. On est très présent auprès de nos participations sur les thèses de consolidation, par exemple dans le secteur des CROs ou celui de la pharmacie de spécialité. On travaille aussi très activement sur l'accompagnement des entreprises dans la digitalisation des process et des métiers. Ce sont des leviers de création de valeur important, qui permettent aussi de répondre à la tension sur les équipes parce qu'il permet d'alléger

“On met parfois entre 4 à 6 semaines pour sortir le “term sheet”. Il y a plein de raisons à cela. Les arrangements ne sont plus faits par 1 ou 2 banques. Les banques ne veulent plus prendre de risques sur un arrangement à 50 ou 60% donc cela multiplie les discussions et les temps de réactivité. Je pense qu'on y arrive mais les acteurs n'ont pas forcément pris en compte les nouveaux paradigmes du financement. Donc cela prend du temps de concilier les parties.”

Benjamin Marche

les tâches à faible valeur ajoutée et se concentrer uniquement sur les sujets à forte valeur ajoutée et d'avoir plus de temps pour le patient.

Philippe Serzec, PwC TS : Ce que l'on voit beaucoup aussi, c'est le retour des restructurations. Les PGE pèsent lourdement sur les trésorerie dans certains secteurs. On travaille beaucoup sur le retail notamment.

MdA : On a aussi une dette publique énorme. Cela devrait peser sur la croissance des entreprises en France. De nouveaux nuages s'accumulent.

Benjamin Marché, Squire PB : Sur 2023, on Coté financement, on évoluait dans des seringues entre 6 et 8 semaines, maintenant c'est parfois de 4 à 6 semaines pour sortir le “term sheet”. Il y a plein de raisons à cela. Les arrangements ne sont plus faits par 1 ou 2 banques. Les banques ne veulent plus prendre des risques sur un arrangement à 50 ou 60% donc cela





Gabriel Hainault

- Gabriel conduit depuis 10 ans des opérations de M&A et de levée de fonds sur les segments small et mid cap.
- Il a participé de nombreuses opérations de levée de fonds et de mandats stratégiques pour le compte d'entrepreneurs et de fonds d'investissement. Son expérience est marquée par l'accompagnement de plusieurs acteurs appartenant aux secteurs du F&B, de l'hôtellerie, de l'industrie et de l'immobilier.
- Gabriel rejoint Largillière Finance en 2023, en tant que Directeur afin de poursuivre la dynamique de croissance de la banque d'affaires. Gabriel est membre du Comité ESG.

multiplie les discussions et les temps de réactivité. Je pense qu'on y arrive mais les acteurs n'ont pas forcément pris en compte les nouveaux paradigmes du financement. Donc cela prend du temps de concilier les parties. Sur le levier sur les acquisitions, les vendeurs avaient en tête des sorties avec des multiples qui ne sont plus ceux envisagés par les acheteurs du fait des taux et des business plans qui étaient ceux d'il y a deux ou trois ans. Tout le monde est un peu plus regardant. Sur le dry powder, c'est un point positif. Cela me fait penser à une citation d'un investisseur dans une précédente table ronde que je trouve très bonne. "Si j'investis je suis peut être mort, si j'investis pas je suis mort". A un moment donné, il faut revenir à l'achat. Le vrai souci c'est qu'en 2023, les très beaux assets ont été préemptés et beaucoup d'actifs n'ont pas été sur le marché ou retirés en cours de process. Sur le financement,

“Près de 80% de notre activité est réalisée sur les opérations de LBO et de cession. Nous avons bien résisté en 2023 avec une proportion d'opérations plus importantes au travers des adossements stratégiques. Nous avons senti malgré tout une appétence pour des opérations minoritaires qui sont boostées par les taux d'intérêt qui restent hauts et qui se sont que très récemment stabilisés. Nous constatons une bonne dynamique d'activité depuis le début de l'année et qui nous laisse penser que 2024 sera une bonne année.”

Gabriel Hainault

oui il n'y a pas de baisse des taux mais les banques de couverture voient à un moyen terme une baisse de taux, les taux swappés sur l'Euribor sont meilleurs que l'année dernière.

MdA : Et sur le financement des Build-up, c'est plus simple ?

Benjamin Marché, Squire PB : Oui si le Build-up provient d'une société qui a respecté les ratios, les banques sont très allantes et flexibles. Car il n'y a pas de risques. Le Build-up est une façon les plus efficaces de se développer dans un environnement économique à faible croissance; Ce que l'on voit pas mal c'est du primaire qui ne sont pas gardés en portefeuille très longtemps. Mais les fonds qui ont besoin de liquidités, cèdent leur participation tout en revenant aux minoritaires. Pour l'acquéreur, c'est assez rassurant et pour le cédant,

Jacques-Henri Hacquin

- Jacques-Henri Hacquin est Président du cabinet NG Finance. Il possède plus de 15 années d'expérience en Finance d'entreprise et en Évaluation de sociétés cotées et non cotées. Il a démarré sa carrière chez HSBC, puis Société générale CIB, avant de co-fonder NG Finance en 2011. Jacques-Henri intervient de la mastère Finance de L'EM Lyon. Il est également membre de la CNCEF.
- Il supervise les activités d'évaluation financière, de Transformation & Performances et de Transactions Services en lien avec les Fonds d'investissement et holdings, les banquiers et les différents acteurs du monde juridique et fiscal. Ses activités comprennent tout particulièrement l'accompagnement, la structuration de plans d'intéressement des dirigeants et managers ainsi que l'attestation du taux des Obligations convertibles (Sweet Equity). Parmi les dernières opérations conseillés, Jacques-Henri est intervenu sur le Management Package de ECG (PAI), de Tennaxia (Marlin Equity Partners), Groupe Infodis (HLD).



cela peut lui permettre de capter une partie de création de valeur à venir.

Olivier Renault, Lamartine Conseil : En effet, le réinvestissement même très minoritaire du fonds cédant est sécurisant, et permet une discussion un peu moins exacerbée sur la valorisation.

MdA : On parlait de création de valeur. Historiquement certains fonds comme Initiative & Finance et Mbo Partenaires étaient les plus performants avec des TRI supérieurs à 30%. Cécile, les recettes de ces dernières décennies suffisaient-elles à délivrer la performance attendue aujourd'hui par les LPs ?

Cécile Nguyen, Apposite Capital : Si on regarde il y a encore dix ans, la création de valeur était largement due au "rerating" et au levier. Aujourd'hui, la composante de la création de valeur a changé. Si on regarde le rapport de

France Invest c'est assez éclairant: Les deux principaux leviers sont d'une part le rerating, c'est-à-dire la différence entre le multiple d'achat et de sortie et d'autre part la croissance de l'EBE, tiré principalement par la croissance

“Voici quelques exemples de critères identifiés à la réalisation des porteurs de Management package, Féminisation du Conseil de Surveillance, Partage de la valeur avec les salariés, Réponse au reporting ESG, Due diligence ESG, Bilan carbone et feuille de route de décarbonation dans un délai imparti.”

Jacques-Henri Hacquin

du chiffre d'affaires et notamment par la croissance externe. Déjà on a vu ce shift opéré cette dernière décennie. Aujourd'hui il est prudent dans le BP de ne pas mettre de rerating à la sortie. Demain on risque de voir certains dossiers sortir avec du derating... La croissance de l'EBE provient de la croissance du chiffre d'affaires mais cela ne suffira peut-être plus, Il va falloir aussi travailler davantage sur les marges. Finalement la création de valeur de demain sera encore différente, il faudra rajouter une quatrième composante qui sera l'impact de la RSE et qui participera à la création d'une valeur financière durable.

MdA : Gabriel : L'impact RSE est elle déjà une composante essentielle de la valorisation d'une société lors de la vente ?

Gabriel Hainault, Largillière Finance : Sur le Small-cap ca n'est



Nouria Barnat

- Nouria Barnat est directrice des participations chez Arkéa Capital à Paris. Avec 14 ans d'expérience dans le capital-investissement, Nouria est spécialiste du développement et la transmission d'entreprises. Elle a notamment accompagné plusieurs entreprises dans leur croissance et/ou reprise, traitant aussi bien de sujets de structuration, de restructuration ou d'accélération par croissance interne et externe que de sujets stratégiques et managériaux.
- Pour rappel, Arkéa Capital, fondée en 1982, est le partenaire de plus de 100 entreprises sur l'ensemble du territoire. Avec 7 bureaux régionaux et 1,3 milliard d'euros sous gestion, Arkea Capital intervient avec des tickets d'investissement allant de 1 à 50 M€.

pas encore le cas, nous allons y venir sous peu les choses bougent très vite. Certains actifs ne pourront pas être vendus en l'état s'ils ne respectent pas de stratégie avec des engagements ESG. Il y a aura alors un "goodwill" pour les bons acteurs et "badwill" pour les moins bons qui concrètement sera une composante de la dette financière nette. Clairement cette dynamique vient des acteurs côtés et du Mid Cap et petit à petit, cela commence à infuser sur le Small-cap. Sur dette c'est aussi d'actualité avec des taux bonifiés.

Olivier Renault, Lamartine Conseil : On commence à voir poindre une prise en compte de ces paramètres dans quelques Management Package.

Nouria Barnat, Arkéa Capital : Je suis d'accord avec Gabriel. Ce n'est pas forcément une augmentation du multiple pour les actifs compliant ESG mais plutôt une absence de liquidité à la sortie. On ne s'est pas positionné sur certains deals car on

n'avait pas de visibilité sur la politique ESG. Chez Arkéa Capital, on souhaite accompagner les entreprises dans la

“Au sein d'Arkea Capital, nous commençons à mesurer l'impact et la création de valeur extra financière mais il y a encore du chemin et la profession doit s'organiser pour avoir des éléments comparables.”

Nouria Barnat

transition environnementale d'autant que le Crédit-mutuel Arkéa est un groupe bancaire à mission.

Jacques-Henri Hacquin, NG Finance : D'un côté, certains fonds

adoptent une position ferme et refusent d'examiner les dossiers qui ne respectent pas les principes RSE (Responsabilité Sociétale des Entreprises). Cette approche vise à encourager les entreprises à adopter des pratiques plus durables et responsables. De l'autre côté, certains acteurs du Private Equity s'avèrent plus réticents à l'intégration de l'ESG. Ils arguent que cela peut limiter l'univers d'investissement et freiner la performance financière. Le secteur industriel est particulièrement concerné par ce clivage. En effet, les entreprises industrielles font souvent face à des défis importants en matière d'environnement et de social, ce qui peut les rendre moins attractives pour les fonds qui adoptent une approche ESG stricte. Ceci pourrait avoir des implications importantes pour l'avenir du Private Equity. En effet, les entreprises qui ne s'adaptent pas aux exigences croissantes en matière d'ESG risquent de se retrouver marginalisées et de rencontrer des difficultés à trouver des repreneurs.

Cécile Nguyen

- Cécile Nguyen-Cluzel a rejoint le fonds pan-européen Apposite Capital début 2024 en tant que senior advisor en appui de son développement en France et en Europe. Cécile a plus de 28 ans d'expérience dans l'investissement Small-cap en France, principalement dans le secteur de la santé avec des opérations remarquables telles que Cerba, IMMR ou Orthoway.
- Cécile a commencé sa carrière d'investisseur en 1995 chez Initiative & Finance, l'un des pionniers des LBO en France, puis a participé à la création et au développement de MBO+ (ex MBO&Co) au cours des 20 dernières années en tant qu'associée, membre du directoire et du comité d'investissement.
- Apposite Capital est un fonds d'investissement créé en 2006 qui investit exclusivement dans le secteur de la Santé dans des opérations de growth et buyout.



Nouria Barnat, Arkéa Capital : C'est plutôt une appréciation sur la capacité à se transformer. Dans notre équipe ESG, il y a une ancienne investisseuse ; les liens se font aisément entre l'équipe ESG et d'investissement. Toutefois, il est nécessaire que les investisseur.se.s s'imprègnent de l'ESG pour porter les enjeux au quotidien auprès des entreprises.

MdA : A l'instar d'Eurazeo, est-ce que vous avez des exemples de levier de création de valeur ESG chez Arkéa Capital ?

Nouria Barnat, Arkéa Capital : On commence à mesurer l'impact et la création de valeur extra-financière. Cela peut prendre la forme d'indicateurs spécifiques et directement applicables à l'entreprise en question comme créer des conditions de travail plus sûres et plus agréables. C'est un cercle vertueux. Les résultats incitent à prendre de nouvelles mesures de la part du management.

Olivier Renault, Lamartine Conseil : Cela peut être une thèse de management, en effet. Ainsi, une

“On voit que près de la moitié des fonds de Buy Out, tout secteur confondu, détiennent des participations depuis plus de 4 ans. Donc ils ont retenu un certain nombre de deals en 2023 et cela devrait générer des sorties en 2024 et 2025.”

Cécile Nguyen

participation actuelle de MBO + a clairement intégré les normes RSE au sens large, comme levier de création de valeur, et sa dirigeante a dopé le développement de son entreprise de façon spectaculaire.

MdA : L'ESG devient un Must Have mais cela ne se retrouve pas forcément dans les Management Package, n'est ce pas Jacques-Henri ?

Jacques-Henri Hacquin, NG Finance : Avant la crise sanitaire, quelques rares cas intégraient des critères ESG (Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance) dans les Management Packages. Cette pratique restait marginale, face aux priorités économiques des entreprises et à la logique de performance financière des investisseurs. Depuis quelques mois, nous observons un regain d'intérêt pour l'intégration de critères ESG dans les packages de rémunération des dirigeants. Cette tendance est portée par plusieurs facteurs. La prise de conscience croissante des enjeux environnementaux et sociaux post Covid et la pression des investisseurs pour que les entreprises adoptent des pratiques plus responsables. L'évolution des réglementations qui incitent à une meilleure prise en compte des critères



Bertrand Hermant

➤ Bertrand Hermant a rejoint Lamartine Conseil en octobre 2020 en qualité d'associé en charge du département fiscal de Paris et Lyon. Spécialisé en fiscalité transactionnelle, il intervient pour le compte d'investisseurs financiers dans le cadre de la mise en place d'opérations de capital-développement et de LBO dans un grand nombre de secteurs. Il accompagne également les entreprises et leurs dirigeants dans leurs opérations de restructuration ainsi que dans la mise en place de management package.

➤ Conseil régulier de fonds d'investissement de premier plan comme Naxicap Partners, Initiative & Finance, Turenne, Ciclad, Innovafonds, MBO+, Crédit Mutuel Equity, etc., Lamartine Conseil a notamment conseillé en 2023 les opérations suivantes : l'OBO de France Valley, le LBO quaternaire de GCC, le LBO tertiaire de Loyez Woessen, la sortie de LBO de Sequoiasoft, l'ouverture de capital de Weezevent, le LBO secondaire de Rail Industries, etc.. Avec ses 110 consultants, Lamartine Conseil est présent en France au travers de ses bureaux de Paris, Lyon, Aix-Marseille, Bordeaux, Nantes et Lille.

ESG dans la gestion des entreprises. La volonté des dirigeants d'être associés à la performance globale de l'entreprise, et pas uniquement à ses résultats financiers. Voici quelques exemples de critères identifiés à la réalisation des porteurs de Management package :

- ➔ Féminisation du Conseil de
- ➔ Surveillance
- ➔ Partage de la valeur avec les salariés
- ➔ Réponse au reporting ESG
- ➔ Due diligence ESG
- ➔ Bilan carbone et feuille de route de décarbonation

Il est important de noter que cette tendance est encore récente et qu'il reste du chemin à parcourir. La définition des critères ESG pertinents, la mise en place d'indicateurs de performance fiables et le suivi de l'atteinte des objectifs sont autant de défis à relever.

Bertrand Hermant, Lamartine Conseil : Le vrai point, c'est qu'autant il est facile de définir des critères financiers déclenchant des incentives

financiers, pour l'ESG c'est difficile à rédiger. Beaucoup de fonds se posent la question des critères à retenir. On est encore dans une phase d'apprentissage.

“Le vrai point, c'est qu'autant il est facile de définir des critères financiers déclenchant des incentives financiers, pour l'ESG c'est difficile à rédiger. Beaucoup de fonds se posent la question des critères à retenir. On est encore dans une phase d'apprentissage.”

Bertrand Hermant

Olivier Renault, Lamartine Conseil : Ce que l'on voit beaucoup se développer, ce sont les plans

d'actionnariat salarié, mis en place à l'occasion d'une opération de transmission. Peut-être verrons-nous apparaître des FCPE de reprise porteurs d'une part de Manpack ...

Fabrice Huglin, Nexia SA : Cela coûte entre 40 et 50 000 euros. Mais c'est assez sain dans la gestion car cela oblige à communiquer les comptes et donc à davantage de transparence ainsi qu'à donner des évaluations régulières.

MdA : Cécile dans la santé on a des très beaux exemples de partage de la valeur qui favorise la croissance comme Sebia...

Cécile Nguyen, Apposite Capital : Oui le capital humain est essentiel dans la réussite des projets et il est critique de pouvoir associer les équipes au capital et au projet.. Dans la santé, il faut aussi intégrer le patient dans l'équation. Chez Apposite Capital il y a une forte dimension impact dans la thèse d'investissement. On mesure l'impact sur le bénéficiaire patient et sur les





sujets d'accessibilité de la santé. Toutes nos participations sont engagées dans cette démarche impact et les équipes de management sont alignées sur les objectifs d'impact.

MdA : Nouria, au sein d'Arkéa Capital, est-ce systématique la participation des salariés dans les opérations des participations ?

Nouria Barnat, Arkea Capital : On les incite à réfléchir au sujet, oui.

Fabrice Huglin, Nexia SA : Surtout que la législation vient de changer sur le Small-cap. A partir du 1er janvier 2025, les sociétés entre 11 et 50 salariés devront prévoir une prime de partage de la valeur au bénéfice de leurs salariés. Egalement au titre de l'exercice 2025, les ETI devront mettre en place un reporting extra financier CSRD de durabilité. Cette réglementation européenne peut être vécue comme une contrainte par nos entreprises françaises et européennes comparées aux entreprises américaines et asiatiques qui ne sont pas engagées dans cette dynamique.

Cécile Nguyen, Apposite Capital : Pour revenir sur ce qui a été dit, un des paramètres critiques par rapport à il y a vingt ans, c'est de savoir naviguer dans la réglementation européenne. Et il y en a beaucoup : CSRD, IA

act, cybersécurité, plus toutes les réglementations spécifiques au secteur santé. On peut voir ces réglementations sous un angle contraignant ou rassurant. par exemple, le sujet de l'ESG peut être vue sous deux angles : compliance, et coût, mais aussi sous un angle positif, celui de créer une valeur durable dans le respect de toutes les parties prenantes. Malheureusement toutes les géographies ne sont pas alignées sur ces réglementations, à l'instar des Etats Unis où l'on observe un mouvement de recul sur l'ESG. Nos PME doivent naviguer dans cet environnement réglementaire. Les investisseurs ont leur rôle à jouer pour anticiper et aider leurs participations à se mettre en ordre de marche et adapter leur organisation pour garder leur compétitivité.

Nouria Barnat, Arkea Capital : La question est de savoir comment intégrer d'une manière efficiente les considérations ESG au sein des entreprises selon leur spécificité et maturité.

MdA : J'aimerais que l'on revienne sur les revirements jurisprudentiels sur les Man Pack récemment et leur impact sur l'activité et les managers ?

Jacques-Henri Hacquin, NG Finance : Les récents revirements

jurisprudentiels ont conduit à une évolution des pratiques en matière de Man Pack. Le schéma AGA/AGADP est désormais privilégié pour "sécuriser" ces packages de rémunération. Cette évolution s'accompagne d'une certaine complexité accrue et de coûts supplémentaires. La tendance actuelle semble privilégier un équilibre entre les intérêts des managers et ceux des investisseurs, tout en garantissant la sécurité juridique des montages mis en place..

MdA : Bertrand vous confirmez ?

Bertrand Hermant, Lamartine Conseil : Je confirme. Au plan fiscal, la situation s'est durcie depuis le revirement de jurisprudence intervenu le 13 juillet 2021. Il ressort de ces arrêts que le gain réalisé par un manager pourra être requalifié en salaires lorsqu'il trouve sa source dans les fonctions de salarié ou de dirigeant. Les juges vont ainsi s'appuyer sur un faisceau d'indices pour démontrer l'existence d'un tel lien (notamment la présence d'une clause de leaver, d'une inaccessibilité des titres ou encore les termes utilisés dans les accords contractuels permettant d'établir un lien entre les fonctions de salarié /

dirigeant et la possibilité de souscrire à ces valeurs mobilières). On a d'abord eu un attentisme à la suite de ces arrêts qui concernent au premier chef le manager. La situation ne s'est pas améliorée ces derniers mois puisque la Cour de Cassation a également confirmé en septembre 2023 que ce gain pouvait être requalifié en salaire. Après, est-ce que cela a un impact aujourd'hui ? Je ne pense pas. Tout le monde va vivre avec ce risque-là. On essaye de limiter ce risque au moins sur le plan social.

MdA : Olivier, on parlait d'assurance. Cela se met en place sur le Small-cap ?

Olivier Renault, Lamartine Conseil : En effet, l'assurance garantie de passif au profit de l'acheteur commence à se démocratiser. Néanmoins, la prime réglée par l'acheteur (et généralement déduite du prix) doit atteindre un certain niveau afin d'intéresser les assureurs.. cette assurance peut d'ailleurs être centrée sur quelques risques spécifiques, y compris le risque de requalification lié au débouclage du Manpack lors de la cession...

Philippe Serzec, PwC TS : Oui l'assurance de la GAP est désormais répandue sur le segment Small-cap. Comme les fonds en général ne donnent pas de GAP, c'est bien de pouvoir l'assurer pour permettre au deal de sortir.

Jacques-Henri Hacquin, NG Finance : De plus, une évaluation erronée de la contribution sociale peut avoir de lourdes conséquences pour le manager et l'entreprise. Le manager peut être amené à voir sa plus-value requalifiée, ainsi que des pénalités de retard. L'entreprise peut également être sanctionnée et voir ses avantages fiscaux remis en cause.

MdA : Tout à l'heure Philippe, vous parliez d'un retour du primaire. Est-ce une tendance de fond ?

Philippe Serzec, PwC TS : Je pense que les belles opérations se font plus naturellement en primaire qu'en secondaire. Parce que c'est plus compliqué et qu'il y a pas mal de valeur à créer. Il y a la nécessité de grossir et de se transformer.

Olivier Renault, Lamartine Conseil : L'intervention de fonds régionaux permet également d'initier davantage de deals primaires, c'est un constat. C'est pour cette raison également qu'il est important que les conseils développent leur présence en région. Enfin, de nombreuses sociétés ont pu mettre en place des opérations de capital développement afin de financer leur croissance : à un moment donné, ces cibles deviennent une source complémentaire de deal flow pour le capital transmission et les opérations à effet de levier.

Cécile Nguyen, Apposite Capital : Il y a eu un gros mouvement chez les investisseurs ces dernières années de « Fly to Quality ». Les investisseurs se sont polarisés sur les actifs très qualitatifs. Forcément, cela laisse penser que tout le reste n'est pas qualitatif, mais ce n'est pas aussi basique. Il y a beaucoup d'opportunités qui ne cochent pas toutes les cases mais qui offrent des perspectives de développement intéressantes pour qui sait bien les évaluer, les accompagner et en extraire tout le potentiel. C'est tout le sujet d'aller identifier le risque acceptable et le potentiel de création de valeur

Nouria Barnat, Arkea Capital : La généralisation de l'intermédiation avec des banques d'affaires qui s'adressent à des entreprises de taille plus modeste permet de voir davantage de deals primaires arriver sur le marché.

Philippe Serzec, PwC TS : Il y a aussi un autre phénomène. Il y a des secteurs d'activité qui étaient en dehors de ce spectre-là et ont intéressé les fonds. Il y a le mouvement de la radiologie, les vétérinaires, les dentistes, les



pharmacies : tous étaient des deals primaires.

Olivier Renault, Lamartine Conseil : N'oublions pas les spin-off de groupes et de corporates, qui représentent des opportunités de deals primaires.

MdA : Avec des transformations et création de valeur très importantes...

Cécile Nguyen, Apposite Capital : Si on parle de création de valeur, il y a un élément majeur à prendre en considération, c'est ce tsunami de l'innovation qui est en train d'arriver dans la santé mais aussi dans tous les secteurs. On peut le voir sous un angle négatif de disruption, de déshumanisation mais aussi sous un angle très positif de progrès, de productivité, d'amélioration de la qualité de vie pour les patients. Cela va changer aussi nos métiers et la façon de travailler de façon très profonde. Il faut se mettre en ordre de marche et aider les PME pour aider à ces transformations d'organisations. C'est beaucoup du « change management ». C'est un levier de création énorme pour qui sait les mettre en place et accompagner les organisations sur le plan humain.. On revient toujours au capital humain. Innovation et capital humain sont les deux leviers de créations de valeur et de challenge pour ces prochaines années.■