

chez Oderis, 30 rue de Gramont 75002 Paris



07
juillet
2026

LES RENCONTRES D'EXPERTS

Spécial Création de valeur



LBO 2026 : LA CRÉATION DE VALEUR CHANGE DE MOTEUR



Dans un contexte marqué par le ralentissement des transactions, la pression croissante sur les distributions aux investisseurs et la normalisation des valorisations, les acteurs du private equity réinventent les leviers de création de valeur. Lors de cette table ronde réunissant investisseurs, conseils, assureurs et experts ESG, les échanges ont mis en lumière la montée en puissance des stratégies de transformation opérationnelle, du buy & build, de l'ESG comme facteur de performance et des nouveaux outils permettant de sécuriser les transactions. Un constat s'impose : la création de valeur repose désormais davantage sur l'exécution, la résilience et l'accompagnement des entreprises que sur les seuls effets de levier financiers. Morceaux choisis.

MdA : Nous sommes déjà à mi-parcours de l'année. Considérez-vous que le marché du LBO a retrouvé une dynamique favorable ?

Cyrille Roustang, AG2R La Mondiale : Je ne parlerais pas encore d'un véritable retour de dynamique. En tant qu'investisseur institutionnel, nous sommes régulièrement amenés à co-investir aux côtés des fonds dans lesquels nous sommes investisseurs. Or, depuis fin 2025 et début 2026, nous constatons que certains processus de

cession sont encore interrompus assez rapidement lorsque les fondamentaux opérationnels ne sont pas au rendez-vous, notamment lorsque le carnet de commandes de la cible déçoit. Les fonds n'hésitent plus à renoncer à une opération. Nous observons également plusieurs situations dans le secteur du logiciel où des transactions annoncées ont vu leur syndication suspendue pendant plusieurs mois. Dans certains cas, les investisseurs secondaires ont finalement obtenu des ajustements de valorisation significatifs permettant

malgré toute la réalisation de l'opération.

Astrid Cloarec, Azulis Capital : Les fonds ont aujourd'hui un besoin croissant de distributions. Le sujet du DPI est redevenu central.

Cyrille Roustang, AG2R La Mondiale : C'est effectivement un facteur déterminant. Nous avons récemment participé à une opération où nous étions à la fois investisseurs du fonds cédant et impliqués dans

Cyrille Roustang

➤ Cyrille Roustang a rejoint en 2002 les équipes de gestion d'AG2R La Mondiale GESTION D'ACTIFS en tant que gérant de fonds sur les valeurs européennes. En 2013, il s'est vu confier la responsabilité des investissements en Private Equity et Infrastructures pour les portefeuilles d'AG2R La Mondiale. Il est diplômé de l'IPAG, du Master en gestion de patrimoine de Clermont-Ferrand et de l'ESSEC.

➤ Spécialiste de la protection sociale et patrimoniale en France, AG2R La Mondiale assure les particuliers, les entreprises et les branches, pour protéger la santé, sécuriser le patrimoine et les revenus, prémunir contre les accidents de la vie et préparer la retraite. Le Groupe compte plus de 15 millions d'assurés et accompagne 500.000 entreprises au quotidien. Avec près de 15.000 collaborateurs, AG2R La Mondiale est présent sur l'ensemble du territoire métropolitain et ultramarin. Doté d'une gouvernance paritaire et mutualiste, le Groupe cultive un modèle de protection sociale unique qui conjugue étroitement rentabilité, solidarité et performance.



le nouveau véhicule. Nous avons accepté une réduction du multiple de sortie, mais la performance demeurait supérieure à trois fois l'investissement initial. Dans ce contexte, le principal actionnaire était surtout satisfait de pouvoir matérialiser une liquidité, même à une valorisation ajustée.

Erwann Le Ligné, Eurazeo : Le ralentissement actuel s'inscrit selon moi dans un cycle entamé il y a plus de trois ans. Les excellentes performances enregistrées en 2021 et 2022 ont été suivies d'une période beaucoup plus contrastée. Pour de nombreuses sociétés, il est devenu difficile de disposer de références de marché suffisamment lisibles pour justifier les valorisations de sortie. Un indicateur révélateur est l'augmentation du nombre de sollicitations que nous recevons de la part des banques d'affaires et des conseils. Lorsque le marché est très actif, chacun est concentré sur l'exécution des

transactions. À l'inverse, lorsque l'activité ralentit, les appels entrants se multiplient. Cela confirme que les volumes demeurent inférieurs aux standards historiques. Pour autant, nous entrons progressivement dans

“Aujourd'hui, la liquidité redevient un moteur de décision, parfois plus encore que la valorisation.”

Cyrille Roustang

une phase où les acteurs acceptent davantage les ajustements de valorisation afin de recréer de la liquidité. Le retour du DPI devient une priorité, tant pour les investisseurs que pour les sociétés de gestion. Les LP restent disposés à soutenir les nouveaux fonds, à condition que les

millésimes précédents distribuent effectivement du capital. Dans ce contexte, le marché secondaire a joué un rôle majeur. Les fonds de continuation et les transactions GP-led ont permis de fluidifier une partie importante du marché et représentent désormais une composante structurelle de l'écosystème. Par ailleurs, le segment du small et du lower mid-cap continue de faire preuve d'une remarquable résilience. Les opérations de transmission entrepreneuriale, les management buy-outs et les transactions primaires y demeurent soutenus. Le marché s'est adapté et de nouvelles classes d'actifs se sont développées autour des refinancements, des opérations secondaires ou encore des continuation vehicles, créant ainsi de nouvelles sources d'activité.

Olena Vlasyuk, Aon : Nous observons effectivement une reprise encore très sélective. Les investisseurs restent présents, mais ils sont devenus



Astrid Cloarec

- Astrid Cloarec a rejoint Azulis Capital en 2018. Avant cela, Astrid a travaillé 17 ans dans différents fonds de Capital Investissement (PAI Partners, CIC LBO Partners et Cerea Capital) et 2 ans en M&A chez BNP Paribas. Elle a réalisé plus d'une dizaine d'opérations dans les secteurs de la santé, l'agroalimentaire et les services aux entreprises. Astrid est diplômée de l'IEP Lille et de l'EM Lyon.
- Azulis Capital est une société de gestion intervenant sur 4 secteurs d'activité dans le Lower Mid-Cap (agroalimentaire, santé, industrie et services BtoB). L'équipe de gestion se distingue par sa capacité à accompagner les entreprises pour leur permettre changer de dimension, notamment par acquisitions et en les soutenant activement dans leur politique de durabilité.

beaucoup plus attentifs à la qualité intrinsèque des actifs, à la visibilité du business plan et à la capacité du management à exécuter sa stratégie. Les actifs les plus solides continuent de susciter une forte concurrence, tandis que les sociétés dont les performances sont plus contrastées connaissent des processus plus longs, avec davantage de discussions sur la valorisation et la répartition des risques. Le marché n'est donc pas à l'arrêt, mais il est devenu beaucoup plus exigeant.

MdA : Radia, Oderis intervient sur le segment small et mid-cap avec une croissance à deux chiffres depuis plusieurs années. Est-ce toujours le cas en 2026 ?

Radia Benhallam, Oderis : Effectivement, nous restons très actifs. De nombreux secteurs poursuivent leur mouvement de consolidation. Sur la partie ESG, la dynamique est un peu différente. L'an dernier a été marqué par d'importantes évolutions réglementaires, ce qui a apporté à la fois davantage de stabilité et une forme de

clarification pour les acteurs du marché. Les fonds maintiennent globalement le cap sur ces sujets. L'activité reste donc soutenue en ESG, même si les cibles

“L'ESG n'est pas une couche de KPI supplémentaire : c'est un levier stratégique de création de valeur.”

Astrid Cloarec

évoluent. On constate notamment que les entreprises non détenues par des fonds d'investissement sont aujourd'hui un peu moins nombreuses parmi les dossiers adressés. Les sociétés accompagnées par un investisseur ou financées par des banques sont généralement plus avancées sur ces enjeux, compte tenu des attentes du marché.

MdA : Selon Capital Finance, les opérations de build-up ont encore

progressé de 20 % l'an dernier. Chez Azulis, le buy-and-build fait partie de votre ADN, il me semble.

Astrid Cloarec, Azulis Capital : Absolument. En 2022, sur environ 120 participations, nous avons réalisé entre 260 et 270 opérations de build-up. Certains secteurs se prêtent particulièrement bien à ces stratégies de croissance externe, notamment les services et la santé.

Benjamin Marché, Eversheds Sutherland : Clairement, le build-up est un levier essentiel de la création de valeur et d'expansion des multiples. Sur le small cap, des fonds small tournés vers la transmission, en ont fait une véritable spécialité et affichent des performances remarquables. Sur l'ESG, je rejoins l'analyse de Radia. Sur les segments mid-cap et upper mid-cap, les entreprises sous LBO ont été sensibilisées à ces enjeux par les fonds et les prêteurs. Ceux-ci doivent intégrer les critères ESG dans leurs propres engagements réglementaires ainsi que dans ceux de leurs investisseurs. Les

Erwann Le Ligné

- Erwann a rejoint Eurazeo en 2006 après une expérience de quatre ans en financement d'acquisitions. Il a participé à de nombreux investissements et opérations de croissance externe à l'international.
- Erwann a mené des transactions notamment dans la chaîne d'approvisionnement énergétique (Flexitallic) ou dans les secteurs de l'emballage durable (Gault & Frémont), de la santé (Colisée, Péters Surgical, In'Tech Medica) ou des services aux entreprises technologiques (Redspher, Orolia, EasyVista).
- Après avoir travaillé sur l'ESG au sein d'Eurazeo, de France Invest puis d'Invest Europe à partir de 2018, Erwann a été président du comité ESG d'Invest Europe de janvier 2023 à janvier 2025 et est toujours membre du comité. Il est co-head du fonds buy-out Impact Eurazeo Planetary Boundaries depuis 2024.



banques sont également de plus en plus exigeantes sur ces sujets dans le cadre des financements. En revanche, sur les LBO primaires, notamment sur des opérations menées par des acteurs de la transmission, nous observons encore une certaine résistance. Certaines entreprises considèrent les critères ESG comme une contrainte supplémentaire. Il reste donc un important travail de pédagogie à mener, à la fois de la part des fonds et des établissements financiers. Sur les opérations mid-cap et upper mid-cap, les mécanismes d'incitation sont souvent intégrés dès l'origine dans la documentation de financement, avec des ajustements de marge liés à l'atteinte d'objectifs ESG. Sur les LBO primaires, on retrouve davantage des clauses de revoyure, généralement à 12 ou 18 mois, afin de laisser le temps nécessaire à l'entreprise pour s'approprier ces sujets. Il faut rappeler qu'une société qui passe sous LBO doit souvent mener plusieurs chantiers de transformation simultanément : structuration du reporting financier, gouvernance, outils de pilotage...

L'ESG fait désormais pleinement partie de cette feuille de route. Pour autant, dans les entreprises industrielles ou les sociétés qui n'ont jamais connu de

“Une entreprise qui maîtrise, mesure et pilote ses enjeux ESG est une entreprise plus résiliente, donc plus performante.”

Erwann Le Ligné

sponsor financier, ces réflexes ne sont pas encore totalement naturels.

Olena Vlasjuk, Aon : Le buy-and-build reste clairement l'un des principaux moteurs de création de valeur, notamment sur le small et le mid-cap. Mais la multiplication des acquisitions fait aussi évoluer la manière dont les investisseurs appréhendent ces stratégies. Il ne suffit plus d'additionner des sociétés : la création de valeur dépend de la

capacité à les intégrer, à harmoniser les processus, à faire circuler l'information et à éviter que des risques ou des fragilités ne s'accumulent au niveau de la plateforme. La qualité de l'exécution devient donc aussi importante que le nombre de build-ups réalisés.

Vincent Joseph, UI Investissement : Malgré tout, nous observons une progression très nette. Les banques jouent davantage le jeu qu'auparavant. Il y a quelques années, il était parfois difficile, notamment avec les PME, d'identifier et de suivre des indicateurs extra-financiers pertinents. Aujourd'hui, ces démarches se mettent en place beaucoup plus facilement. Certes, elles ne sont pas toujours finalisées au moment du closing, mais elles le sont souvent dans les six à douze mois qui suivent. Grâce à l'accompagnement et à la pédagogie, nous parvenons à embarquer les dirigeants sur ces



Radia Benhallam

- Radia Benhallam est Associée ESG Paris chez Oderis. Diplômée de Rouen Business School, Radia a rejoint Odéris en 2024 pour développer l'offre ESG.
- Après près de 10 ans d'expérience dans l'ESG, dont 6 ans dans le conseil chez Deloitte Sustainability France pour différents secteurs d'activité, puis 3 ans dans l'industrie agroalimentaire chez Nestlé France, en tant que Responsable Développement durable en charge notamment de la stratégie climat, Radia dispose d'une excellente connaissance des défis et enjeux ESG sectoriels et des obligations réglementaires de plus en plus exigeantes qui pèsent sur les entreprises et les acteurs financiers.

sujets. Désormais, sur une part significative de nos opérations, nous mettons en œuvre ces leviers ESG. C'est bénéfique pour les PME, car cela les engage dans une démarche de transformation durable et de création de valeur à long terme.

Astrid Cloarec, Azulis Capital : Je pense que nous avons justement un rôle clé de pédagogie sur les opérations primaires. Beaucoup de dirigeants perçoivent encore l'ESG comme une simple couche supplémentaire de KPI. Pourtant, l'enjeu consiste à identifier les trois ou quatre indicateurs réellement stratégiques pour leur modèle économique. Prenons l'exemple d'une société de services de santé : les sujets essentiels seront la fidélisation des professionnels, leur qualification ou encore la qualité des parcours de formation. Présentés de cette manière, ces indicateurs font immédiatement écho à leur activité. Ils comprennent alors que l'ESG n'est pas un exercice administratif, mais un élément constitutif de

leur stratégie. Le ralentissement réglementaire observé récemment nous pousse d'ailleurs à revenir à davantage de pragmatisme. Cela nous oblige à expliquer les choses

“La question n'est plus de savoir s'il faut intégrer l'ESG, mais quel EBITDA positif il peut générer.”

Radia Benhallam

de façon plus concrète et plus utile. Si l'ESG est présenté comme une liste interminable d'indicateurs, la réaction est souvent négative. En revanche, lorsque les dirigeants réalisent qu'ils mettent déjà en œuvre une grande partie de ces bonnes pratiques, ils se les approprient beaucoup plus facilement et en sont même souvent fiers.

François-Xavier Carayon, Ansa : En réalité, beaucoup pensaient suivre uniquement des KPI métiers,

avant de découvrir qu'il s'agissait également d'indicateurs ESG. Tout est souvent une question de présentation et de pédagogie.

Radia Benhallam, Odéris : Effectivement, même si le régulateur a parfois semblé faire un pas en arrière, d'autres parties prenantes continuent de pousser le sujet. Il y a bien sûr les investisseurs et les financeurs, mais aussi les donneurs d'ordre. Selon les secteurs, les critères ESG prennent une place croissante dans les appels d'offres, qu'ils soient publics ou privés. Nous avons mené une étude sur plusieurs années : en seulement trois ans, le poids des critères ESG dans les appels d'offres est passé d'environ 7 % à près de 20 %. Les entreprises sont donc amenées à se structurer pour répondre à ces nouvelles exigences. Elles nous sollicitent pour mettre en place les outils, les indicateurs et les processus nécessaires afin d'intégrer ces dimensions dans leur modèle opérationnel.





Vincent Joseph

- Vincent Joseph est Directeur Associé des Opérations et de la RSE d'UI Investissement, fonds de capital-investissement français gérant plus de 1,8 Md€ d'actifs, qui accompagne la croissance de startups, PME et ETI non cotées, principalement dans la santé, l'agroalimentaire, les services et l'industrie.
- Depuis 2018, il structure et déploie la politique ESG de la société de gestion et des fonds sous gestion, de la due diligence à l'accompagnement des plus de 300 entreprises en portefeuille.
- Issu d'un parcours financier chez EY et à la Société Générale, Vincent est diplômé de SKEMA Lille et titulaire d'un MSc en Développement Durable et Management Global de MINES ParisTech.

François-Xavier Carayon, Ansa : Au final, l'arbitrage est assez simple : il faut comparer le coût d'une évaluation ou d'une certification ESG, comme EcoVadis par exemple, au manque à gagner potentiel lié à la perte d'un appel d'offres.

Erwann Le Ligné, Eurazeo : Cela a toujours fonctionné à partir du moment où l'on établit clairement le lien entre les enjeux ESG et la résilience du business. C'est d'ailleurs dans cet esprit que nous avons adapté à nos participations ce qui se faisait déjà dans les grands groupes. Nous avons ajouté des critères très opérationnels, très métiers, directement liés à la résilience de l'entreprise et à sa performance financière. Au fond, les dirigeants comprennent intuitivement ces sujets ; ils ne les formalisent pas toujours, mais ils en perçoivent naturellement les bénéfices. Dès lors que l'on

parle de performance humaine, de performance environnementale ou de gouvernance, le lien avec la création de valeur ne fait généralement pas débat. C'est très concret, très rationnel. Il n'y a rien

“Aujourd'hui, le référent ESG est devenu un véritable Operating Partner.”

Vincent Joseph

de théorique ni de déconnecté des réalités de terrain.

MdA : Marie, vous souhaitez réagir ?

Marie Pouget, Racine : Aujourd'hui, ces enjeux dépassent largement le seul cadre de la documentation de financement. Ils irriguent désormais l'ensemble de

la documentation de l'opération, ainsi que la gouvernance et les mécanismes d'intéressement des dirigeants, notamment à travers la part variable de leur rémunération ou certains mécanismes de ratchet.

Erwann Le Ligné, Eurazeo : De notre côté, la capacité à dialoguer sur ces sujets est même devenue un critère d'évaluation des dirigeants. Lorsqu'il n'est pas possible d'avoir un échange constructif sur ces enjeux, cela peut nous conduire à renoncer à une opération. C'est généralement le signe d'un désalignement sur la manière de créer de la valeur à long terme. La capacité d'une entreprise à démontrer les actions mises en place constitue un puissant facteur de réassurance. Dans une logique défensive, elle permet déjà de protéger la valeur. Mais elle représente également un véritable levier de différenciation. Entre deux entreprises comparables, celle qui est capable de démontrer sa résilience, la solidité de sa gouvernance et sa maîtrise des risques sera naturellement mieux perçue. Cela

Benjamin Marché

- Benjamin Marché est associé du cabinet Eversheds Sutherland. Il est en charge du département Banque-Finance.
- Benjamin est spécialisé en matière de financements d'acquisition LBO, infrastructure et immobilier.
- Il possède une vaste expérience du conseil en financement, en particulier dans le cadre d'acquisitions, en France et à l'international. Il intervient tant pour le compte des prêteurs (senior, mezzanine et unitranche) que de sponsors et d'emprunteurs. Benjamin accompagne en outre ses clients à la fois sur tous les sujets bancaires d'ordre général et également sur des opérations complexes liées à des restructurations ou des financements d'infrastructures et d'immobilier. Sa pratique couvre tous les secteurs d'activités.



renforce sa liquidité et son attractivité. Bien sûr, la valorisation demeure multifactorielle, mais ces éléments contribuent clairement à la qualité de l'actif. Une chose est certaine : ces démarches génèrent de la performance opérationnelle, favorisent la continuité de l'activité et permettent d'aligner durablement les différentes parties prenantes autour d'une gestion saine et pérenne de l'entreprise.

Radia Benhallam, Odéris : Nous consacrons également beaucoup de temps à expliquer aux dirigeants que, même s'ils envisagent deux LBO successifs, leur entreprise devra, à terme, démontrer une véritable valeur stratégique. La liquidité de leur participation comme les conditions de sortie dépendront aussi de leur niveau de maturité ESG. Il existe donc, au départ, une importante dimension pédagogique. Mais une fois le lien entre ESG et création de valeur établi, les dirigeants s'approprient généralement très rapidement le sujet. Au fond, il s'agit avant tout d'une question d'alignement des intérêts.

Marie Pouget, Racine : Une question se pose néanmoins. De plus en plus, les critères ESG semblent devenir un prérequis plutôt qu'un véritable facteur de différenciation. À mesure qu'ils s'imposent comme un prérequis, comment éviter que cette évolution ne conduise à privilégier uniquement

“Dès que l'ESG démontre un impact financier concret, le débat cesse d'être idéologique.”

Benjamin Marche

les entreprises déjà matures sur le plan ESG, au détriment de celles qui auraient précisément besoin d'un accompagnement pour accélérer leur transformation ? Si les mécanismes de marché conduisent progressivement à écarter les entreprises qu'il faudrait précisément accompagner, sensibiliser ou former, nous risquons de les priver des moyens nécessaires pour progresser.

Olena Vlasyuk, Aon : Il faut probablement distinguer l'absence totale de maturité de la capacité d'une entreprise à progresser. Les investisseurs n'attendent pas nécessairement qu'une société soit déjà parfaite sur l'ensemble de ces sujets. En revanche, ils accordent beaucoup d'importance à la capacité du management à identifier ses principaux enjeux, à les documenter et à présenter un plan de transformation crédible. Une faiblesse peut être accompagnée; l'absence de transparence ou de volonté d'évolution est beaucoup plus difficile à accepter.

Cyrille Roustang, AG2R La Mondiale : Je ne suis pas certain que l'on puisse parler d'exclusions massives. Du côté des investisseurs institutionnels, il existe bien sûr des exclusions sectorielles sur certaines activités comme le charbon, le tabac ou les armes controversées. Pour le reste, tout dépend de la stratégie de chaque investisseur. Beaucoup adoptent toutefois une approche pragmatique : l'objectif est précisément d'accompagner la transformation des entreprises. Le capital-investissement,

François-Xavier Carayon

- François-Xavier a rejoint Ansa en 2023. Fort d'une formation en économie, en sciences politiques et en anthropologie sociale, et de huit années d'expérience dans le conseil en stratégie, François-Xavier a développé une expertise dans les services financiers, l'environnement et les transports.
- Il travaille avec des entreprises et des investisseurs internationaux sur différentes classes d'actifs (capital-investissement, infrastructures, dette privée...) en matière de stratégie ESG, de transactions et de financement vert.
- Avant de rejoindre Ansa, François-Xavier a passé sept ans chez Mars & Co, cabinet de conseil international en stratégie. Il est titulaire d'une licence en philosophie, sciences politiques et économie de l'université de Warwick et d'un master en anthropologie sociale de l'université d'Oxford.

par nature, offre cette capacité. En tant qu'actionnaire majoritaire et actif, il dispose des leviers nécessaires pour faire évoluer les pratiques et accélérer les transformations.

Marie Pouget, Racine : Certes, mais il existe aussi une tendance de marché. La tentation est forte de privilégier les entreprises déjà avancées sur ces sujets ou qui les ont pleinement intégrés à leur stratégie. Il ne s'agit pas nécessairement d'une exclusion formelle, documentaire ou réglementaire, mais plutôt d'une préférence croissante des investisseurs pour les entreprises déjà matures sur ces sujets.

Cyrille Roustang, AG2R La Mondiale : C'est sans doute vrai dans le cadre d'opérations primaires. En revanche, dès lors que l'on intervient sur des opérations secondaires, la situation est différente. Les responsables ESG des fonds engagés lors des premiers tours ont généralement déjà initié ce travail de sensibilisation et de dialogue. Même si ces sujets ne figurent pas encore dans la documentation

bancaire du premier LBO, ils sont souvent beaucoup plus présents dès le second. Par ailleurs, il faut aussi raisonner en termes de coûts évités.

“Le marché est passé d'une logique de conformité à une logique de création de valeur durable.”

François-Xavier Carayon

Plusieurs études ont cherché à mesurer l'impact financier des politiques ESG et montrent que les bénéfices proviennent souvent de risques ou de coûts qui ne se matérialisent pas. C'est particulièrement visible sur les sujets sociaux : réduction du turnover, baisse de l'absentéisme, amélioration de l'engagement des collaborateurs. Lorsque l'on examine les chiffres, on est souvent surpris par l'ampleur des économies générées, notamment en matière de rotation des effectifs.

Erwann Le Ligné, Eurazeo : C'est très mécanique. Chaque point d'absentéisme réduit, chaque point de turnover évité génère de la valeur. Il y a déjà dix ans, nous parlions de coûts évités et de leur impact direct sur la performance. Les mêmes capacités de quantification du lien entre ESG et performance financière existent sur les critères environnementaux.

MdA : Je me souviens que cela m'avait marqué. Vous évoquiez déjà à l'époque 6 à 7 millions d'euros de coûts évités. À l'échelle d'un portefeuille, les montants peuvent vite devenir significatifs.

Erwann Le Ligné, Eurazeo : Nous avons démarré cette démarche il y a près de dix-huit ans. Olivier Millet a véritablement joué un rôle de pionnier en défendant l'idée que ces enjeux avaient du sens pour notre industrie. Sur le volet social, les principaux leviers de création de valeur quantifiables financièrement s'appuyaient sur les données liées à la réduction de l'absentéisme et du turnover. L'impact





Marie Pouget

- Avocate associée au sein du cabinet Racine Avocats, Marie Pouget intervient principalement en matière de capital-investissement, notamment dans le cadre d'opérations de LBO, de fusions-acquisitions et de retournement.
- Elle accompagne des groupes, sociétés et fonds d'investissement, français et étrangers, dans le cadre de leurs prises de participation et du suivi de leurs investissements.
- Avant de devenir avocate, elle a exercé différentes fonctions non juridiques au sein d'un organisme public de recherche français et d'une entreprise internationale de conseil et de technologies.

économique de ces critères est tangible. Nous avons d'ailleurs commencé à quantifier ces effets entre 2010 et 2012.

MdA : Quels sont concrètement les leviers que vous actionnez auprès des participations pour réduire l'absentéisme et le turnover ?

Erwann Le Ligné, Eurazeo : Tout repose sur la notion de projet collectif. Cela passe par les dispositifs de participation et d'intéressement, la qualité du cadre social, les conditions de travail, la communication autour du projet d'entreprise. Plus largement, il s'agit de faire en sorte que le capital humain se sente pleinement partie prenante de l'aventure. Ce sont finalement des leviers très rationnels et assez fondamentaux. Le dialogue social joue également un rôle essentiel. Nous rencontrons systématiquement les représentants du personnel lors de nos opérations. Lorsqu'un nouvel actionnaire arrive, il est normal que

les salariés cherchent à comprendre le projet. Certains dirigeants sont parfois réticents au départ. Ils nous demandent : « Êtes-vous sûrs de vouloir rencontrer le comité social et économique ? » Pourtant, à chaque fois, cela crée une dynamique positive. Bien sûr, il peut y avoir un moment de flottement : certains salariés se disent

“L'ESG ne doit pas devenir uniquement un critère de sélection ; il doit rester un levier de transformation.”

Marie Pouget

qu'un fonds d'investissement va peut-être exiger des changements. Mais ces craintes s'estompent rapidement. Après une ou deux réunions, les échanges deviennent plus constructifs et les bénéfices apparaissent clairement.

À la fin, cela contribue à renforcer le projet collectif et à améliorer le fonctionnement de l'entreprise.

MdA : Olena, de ton point de vue, observes-tu également un lien de plus en plus direct entre la maîtrise des enjeux ESG, la gestion des risques et la valeur des entreprises ?

Olena Vlasjuk, Aon : Absolument. Ce qui a beaucoup évolué au cours des dernières années, c'est la place accordée à ces sujets dans l'analyse globale d'une entreprise. Les rapports de due diligence ESG sont désormais examinés au même titre que les analyses financières, juridiques, fiscales ou opérationnelles. Les investisseurs cherchent à comprendre non seulement si des risques existent, mais surtout s'ils sont identifiés, correctement pilotés et intégrés dans la stratégie de l'entreprise. La maturité ESG est également révélatrice de la qualité de la gouvernance. Une entreprise capable de produire une information fiable,

Olena Vlasjuk

- Olena dirige le département M&A et Transaction Solutions chez Aon France, leader mondial du courtage en assurance et du conseil en gestion des risques. Avec son équipe, elle accompagne les groupes corporate et les fonds d'investissement dans leurs opérations de fusions-acquisitions, en concevant, négociant et plaçant des solutions d'assurance transactionnelle (W&I, assurances de risques fiscaux et autres risques identifiés), et en fournissant des services de conseil via des due diligences assurance, cyber et ESG.
- Elle intervient sur des opérations stratégiques, en France et à l'international, en aidant les investisseurs à sécuriser les transactions, à adresser les risques matériels et à en faire des leviers de création de valeur durable.
- Avant de rejoindre Aon en 2017, Olena a exercé comme avocate en M&A au sein des cabinets Winston & Strawn puis EY Société d'Avocats, où elle a développé une solide expertise des opérations de fusions-acquisitions complexes.



de mesurer ses principaux risques et de présenter une trajectoire crédible inspire davantage confiance. À l'inverse, lorsque les informations sont insuffisantes ou que le management refuse d'aborder certains sujets, cela peut peser sur l'appétit des acquéreurs, sur la valorisation ou sur les conditions de réalisation de l'opération. Il ne s'agit donc plus uniquement d'un enjeu de conformité. L'ESG participe désormais à l'évaluation de la résilience de l'entreprise, de sa capacité d'adaptation et, plus largement, de la qualité de l'actif.

Astrid Cloarec, Azulis : La manière dont une entreprise aborde les sujets ESG est aussi révélatrice de sa gouvernance. Lorsqu'un dirigeant reste très fermé, refuse d'ouvrir ses livres ou de faire évoluer sa gouvernance, cela se reflète souvent dans les discussions ESG. C'est finalement un bon révélateur de la capacité d'une organisation à se transformer.

François-Xavier Carayon, Ansa : Nous observons aujourd'hui une réelle maturation du marché. Pendant longtemps, l'ESG a parfois été traité comme un simple exercice de conformité, un « tick-the-box » destiné à répondre à des exigences de reporting. Les dirigeants n'y voyaient pas toujours une source de

“Les transactions les plus fluides sont rarement celles où il n'y a pas de risques. Ce sont celles où les risques ont été identifiés, documentés et traités suffisamment tôt.”

Olena Vlasjuk

valeur immédiate. Désormais, de plus en plus de GPs nous sollicitent

dès la phase de due diligence pour identifier non seulement les risques, mais aussi les opportunités. L'objectif est ensuite de revenir quelques mois après l'acquisition afin de construire un véritable plan de création de valeur durable. Concrètement, il s'agit d'identifier une dizaine ou une quinzaine d'actions susceptibles d'avoir un impact positif à la fois sur l'environnement, sur le volet social et sur l'EBITDA. C'est là que l'on mesure la maturité croissante du marché : ces sujets sont désormais intégrés très tôt dans la réflexion d'investissement. Il n'y a d'ailleurs aucune contradiction entre ces initiatives et les plans de création de valeur traditionnels. Dans de nombreux cas, une grande partie des actions déjà prévues génère naturellement des bénéfices environnementaux ou sociaux. Cela permet également de raconter une histoire crédible au moment de la sortie : voici la situation initiale, voici les actions mises en œuvre, voici les résultats mesurés et la valeur créée.



Erwann Le Ligné, Eurazeo : D'autant plus que ces sujets sont mesurables. Au-delà du carbone, nous avons travaillé à la traduction financière de bien d'autres indicateurs. Ceux-ci sont pour la plupart en lien direct avec les processus internes de l'entreprise et les changements que l'on peut implémenter. Ce sont des métriques qui parlent directement aux dirigeants, car elles sont liées à l'opérationnel. Nous ne sommes plus dans une logique de simple reporting. Nous parlons de plans d'action concrets, intégrés au projet industriel de l'entreprise. Le momentum transactionnel est particulièrement favorable pour définir ce cadre, puis pour lancer rapidement les premières actions, idéalement dans les six mois qui suivent l'opération.

MdA : Erwann, comment réagissez-vous à l'étude de Bpifrance sur la création de valeur financière et environnementale ? Vous reconnaissez-vous dans ses conclusions ?

Erwann Le Ligné, Eurazeo : Cette étude montre avant tout que nous sommes face à un phénomène de grande ampleur. Ce n'est plus anecdotique. Certes, on observe aujourd'hui que certains acteurs réduisent la taille de leurs équipes

ESG. Mais il faut aussi reconnaître qu'une partie des recrutements réalisés ces dernières années répondait principalement à des exigences de reporting et de conformité. La vision optimiste est d'y voir un signe de maturité du marché si cela traduit que L'ESG s'intègre progressivement au cœur des métiers de l'investissement. Ce qui importe est cette intégration systématique des enjeux ESG au sein des équipes d'investissement.

Astrid Cloarec, Azulis : Nous nous sommes d'ailleurs posé la question de créer une fonction ESG dédiée. Finalement, compte tenu de notre taille, nous avons préféré mettre en place une task force transversale réunissant des professionnels de l'investissement et de la direction financière. Concrètement, chacun consacre environ 20 à 25 % de son temps à ces sujets. Cela permet d'intégrer pleinement les enjeux ESG au processus d'investissement et de les incarner davantage au sein des équipes.

Vincent Joseph, UI Investissement : Je partage l'avis d'Astrid. Ces sujets doivent également être pleinement pris en compte par les équipes d'investissement. Ils doivent être intégrés dès le départ. Notre rôle est d'apporter une expertise complémentaire qui enrichit

l'accompagnement des entreprises. Concrètement, cela doit se traduire dans le plan des 100 jours : comment intégrer les enjeux extra-financiers dans la feuille de route de l'entreprise ? Aujourd'hui, on ne construit plus un business plan financier d'un côté et un plan extra-financier de l'autre. Nous l'avons fait par le passé, mais cette approche n'est plus pertinente. Désormais, tous ces sujets sont intégrés dans une stratégie globale et cohérente. Je pense d'ailleurs que le référent ESG est devenu, dans les faits, un véritable *Operating Partner*. C'est l'une des évolutions majeures que nous observons. À mesure que notre métier devient plus opérationnel dans l'accompagnement des sociétés et davantage orienté vers la création de résultats concrets, le référent ESG s'impose naturellement comme un partenaire opérationnel à part entière.

Olena Vlasyuk, Aon : Cette intégration se voit très clairement dans les processus transactionnels. Les sujets ESG ne sont plus traités dans un flux séparé, à la fin de l'analyse, mais de plus en plus tôt et en lien avec les autres due diligences. L'enjeu est de comprendre les interactions entre les dimensions financières, opérationnelles, humaines, réglementaires et environnementales. C'est précisément cette lecture

transversale qui permet d'identifier à la fois les risques et les véritables leviers de création de valeur.

Erwann Le Ligné, Eurazeo : Je partage cette vision : aujourd'hui, le référent ESG est un *Operating Partner*. Lorsque l'on parle d'économie durable, on parle à la fois d'environnement, de biodiversité et d'enjeux sociaux. Si l'on revient à l'origine même de l'intégration de l'ESG au sein de nos pratiques, l'objectif était avant tout d'anticiper les disruptions à venir : disruptions digitales, environnementales ou sociales. Tout est lié et interconnecté. L'idée a toujours été de permettre aux entreprises de se projeter sur le long terme, à 10 ou 20 ans. C'est la fonction première de cette démarche : accompagner les sociétés dans la création de valeur durable. Au bout de cinq ans, on constate que cette approche génère à la fois une valeur perçue et une valeur réelle. Aujourd'hui, j'ai dans mon équipe d'investissement deux ingénieures environnementales. Leur rôle intervient dès la phase de screening et de sélection des entreprises. Nous nous assurons d'investir dans des modèles économiques performants à la fois sur le plan financier et environnemental, avec des impacts positifs qui en découlent naturellement. Mais leur mission ne s'arrête pas à l'investissement. Une fois l'opération réalisée, elles travaillent au plus près des équipes de management, comme de véritables *Operating Partners*. La feuille de route de création de valeur que nous mettons en place intègre déjà ces enjeux au même titre que les dimensions financières, économiques ou de gouvernance.

Radia Benhallam, Odéris : Je voudrais revenir sur un point évoqué par Erwann : la dimension humaine de l'utilité et, surtout, la question de l'adaptation. Aujourd'hui, les transformations s'accroissent à un rythme inédit. Là où les évolutions



de l'investissement se mesuraient sur cinq à sept ans, nous observons désormais des changements majeurs sur des horizons de six mois à un an. Avant de rejoindre Odéris, j'ai travaillé dans l'agroalimentaire. À mon arrivée, les arrêtés sécheresse intervenaient généralement au mois de juin. Lorsque je suis partie, trois ans plus tard, ils étaient pris beaucoup plus tôt dans l'année. Certaines usines ne pouvaient fonctionner qu'à moitié de leur capacité, entraînant des ruptures de stock pour des marques très connues. Ces phénomènes montrent à quel point l'adaptation est devenue un véritable enjeu de business. Les impacts environnementaux se traduisent désormais par des conséquences très concrètes pour les entreprises. Dans l'industrie comme dans le bâtiment, des sujets tels que les épisodes de canicule deviennent des préoccupations opérationnelles majeures. Ces risques sont aujourd'hui plus visibles, plus tangibles et évoluent rapidement. C'est pourquoi nous avons un véritable enjeu d'anticipation. Dans le cadre des due diligences, il devient essentiel de proposer non seulement une feuille de route stratégique, mais également un véritable plan d'adaptation permettant aux entreprises de se préparer aux évolutions à venir.

Erwann Le Ligné, Eurazeo : À ce

jour, dans 100 % des cas que nous observons, cette réflexion conduit à une amélioration de la performance économique. Les initiatives mises en œuvre concernent principalement l'efficacité opérationnelle : efficacité énergétique des sites, optimisation des chaînes logistiques, amélioration des processus de production, etc. Concrètement, sur certaines sociétés, nous investissons environ 1 million d'euros (opex et capex) sur deux à trois ans. En retour, les gains générés peuvent atteindre 3 à 5 millions d'euros. Ce n'est donc absolument pas neutre. Ces gains se traduisent directement en ROI sur ces initiatives et en EBITDA. Dans certains cas, un investissement d'un million d'euros permet de générer un million d'euros d'EBITDA supplémentaire le temps de notre accompagnement. L'effet de levier est particulièrement puissant.

Radia Benhallam, Odéris : Même lorsque nous ne disposons pas encore d'exemples très avancés, nous constatons que ces sujets sont désormais pleinement intégrés dans les réflexions financières. De nombreux directeurs financiers travaillent aujourd'hui sur ces enjeux et les analysent directement en points d'EBITDA. La question n'est plus de savoir s'il faut intégrer ces sujets, mais quel impact économique positif ils peuvent générer.

MdA : Disposez-vous de chiffres sur l'évolution du nombre de VDD ESG au cours des cinq dernières années ?

Radia Benhallam, Odéris : Sur le segment Small Cap, 100 % des opérations font l'objet d'une due diligence financière, tandis qu'environ 50 % incluent désormais une due diligence ESG à l'acquisition. Sur le Mid Cap, ce taux se situe plutôt entre 60 % et 70 %. Quant au Large Cap, notamment dans les secteurs industriels, il atteint souvent entre 80 % et 90 %. Entre 2023 et 2025, nous avons observé une progression globale comprise entre 5 et 10 points. Du côté des opérations de cession (*sell-side*), les chiffres restent plus faibles. Sur une soixantaine d'opérations réalisées chaque année, nous menons environ une dizaine de VDD ESG.

Erwann Le Ligné, Eurazeo : Il existe aujourd'hui une véritable volonté des fonds de valoriser tout le travail réalisé par les entreprises sur ces sujets. Cette création de valeur n'est pas encore pleinement reflétée dans les multiples de valorisation, mais les choses évoluent progressivement. Un signal positif est l'émergence, au sein de France Invest, d'une task force composée exclusivement de banquiers d'affaires et de spécialistes du M&A. Ils ont bien compris qu'il devient de plus en plus difficile de piloter un process et de valoriser correctement une entreprise sans prendre en compte ces dimensions. J'espère qu'à horizon proche, l'ESG sera devenu un élément totalement intégré, naturel et incontournable de toute stratégie de création de valeur.

Benjamin Marché, Eversheds Sutherland : Oui, clairement. On en revient aux mécanismes de documentation financière et de *margin ratchet*, qui sont directement liés à ces critères. Pour les banques, c'est un sujet important parce qu'elles sont elles-mêmes fortement incitées, en interne, à intégrer ces dimensions dans

leurs activités. Pour les fonds de dette, c'est encore plus vrai. Les critères ESG sont désormais largement intégrés dans leurs politiques d'investissement, tout comme dans celles des fonds de private equity ou d'infrastructure. Les fonds de dette doivent pouvoir démontrer à leurs investisseurs qu'ils prennent ces critères en compte. Cela permet également aux entreprises de prendre une longueur d'avance dans leurs discussions de financement. Je pense notamment à une opération récente. Nous évoquions tout à l'heure l'importance de la pédagogie sur ces sujets : les critères ESG commençaient à apparaître dans la term sheet et cela suscitait quelques interrogations. En discutant avec l'entreprise et son management, nous leur avons proposé plusieurs indicateurs potentiels. Leur réaction a été immédiate : « Mais cela, nous le faisons déjà. ». À partir de là, tout devient beaucoup plus simple. Nous avons sélectionné plusieurs critères pertinents, en avons proposé cinq aux banques, qui en ont retenu trois. Ensuite, il s'agissait simplement de définir une trajectoire de progression à partir de pratiques déjà en place depuis plusieurs années. Et c'est précisément là qu'intervient le *margin ratchet* : si les objectifs sont atteints, la marge de financement diminue. Dès lors, le sujet ESG cesse d'être abstrait. On parle de quelques points de base gagnés sur le coût de la dette. Et lorsque l'on explique qu'une entreprise peut économiser 5, 7,5 ou 10 points de base sur sa marge, tout le monde autour de la table comprend immédiatement l'intérêt du sujet.

Je vais prendre un exemple qui peut paraître un peu éloigné, mais qui illustre bien cette logique. Pendant longtemps, l'ESG a été perçu comme une question morale, voire politique. Cela créait parfois des blocages. On l'a d'ailleurs vu récemment avec certains discours annonçant que « l'ESG est mort ». L'exemple que j'ai en tête concerne l'État du Colorado. Pendant des décennies, des associations ont tenté de faire abolir la peine de mort en

avançant des arguments essentiellement éthiques et politiques, sans succès. Puis quelqu'un a décidé d'aborder le sujet sous un angle différent : combien coûte à l'État le maintien d'un détenu dans le couloir de la mort, comparé à une peine de prison à perpétuité ? Les chiffres montraient que l'abolition permettrait de réaliser des économies significatives. La réforme a alors progressé très rapidement. Je crois qu'il y a un parallèle délicat mais pertinent avec l'ESG, il faut dépolitiser l'ESG. Tant que le débat reste idéologique, chacun reste sur ses positions. À partir du moment où l'on démontre un impact financier concret — une réduction du coût du financement, une meilleure maîtrise des risques ou une création de valeur — le sujet devient beaucoup plus consensuel.

Radia Benhallam, Oderis : Concernant ces ajustements de marge, observez-vous une évolution des bonus accordés ? Voyez-vous par exemple des mécanismes allant de -25 à +25 points de base, avec des amplitudes assez importantes ?

Benjamin Marché, Eversheds Sutherland : Je n'ai pas encore vu de mécanismes de l'ordre de -25/+25 points de base. Dans les opérations auxquelles je participe, on est plutôt autour de 10 points de base, avec généralement un bonus plus important que le malus : par exemple, +10 points de base de réduction contre +7,5 points de base d'augmentation en cas de non-atteinte des objectifs. Cela étant dit, nous avons déjà vu des mécanismes allant jusqu'à 15 ou 20 points de base, notamment chez certains fonds de dette qui ont intégré ces logiques de manière très structurée dans leur modèle d'investissement.

Erwann Le Ligné, Eurazeo : Au fond, la logique est assez simple : une entreprise qui maîtrise mieux ses enjeux ESG est perçue comme moins risquée. Or, lorsqu'un risque diminue, son coût de financement diminue





également. C'est une approche très financière du sujet.

François-Xavier Carayon, Ansa : Ce qui est intéressant, c'est l'évolution de la manière dont les plans de décarbonation sont appréhendés aujourd'hui. Il y a encore deux ou trois ans, on observait un fort engouement autour de la SBTi et, plus largement, autour de l'idée d'aligner les trajectoires de réduction des émissions avec les recommandations scientifiques. Désormais, les discussions sont davantage centrées sur les impacts opérationnels, les investissements nécessaires et la création de valeur associée aux trajectoires de transition. D'une certaine manière, la logique était auparavant : « Je dois atteindre -42 % d'émissions d'ici 2030, comment vais-je y parvenir ? ». Aujourd'hui, nos clients nous disent plutôt : « Mon investisseur vient d'entrer au capital pour cinq ans. Identifiez toutes les actions de décarbonation dont le retour sur investissement est inférieur à cinq ans. » C'est une autre façon d'aborder le sujet. On constate également que certaines entreprises qui avaient fixé des trajectoires très ambitieuses ont tendance, après deux

ou trois ans, à décrocher lorsqu'elles peinent à transformer ces objectifs en actions concrètes.

Erwann Le Ligné, Eurazeo : Exactement. C'est une logique de type 80/20. Lorsqu'on parle de matérialité, il ne s'agit pas d'arriver avec un grand discours, mais d'identifier les trois ou quatre actions les plus pertinentes et les plus efficaces. Comme toujours sur les sujets opérationnels, il faut raccourcir l'horizon temporel. Il reste difficile de projeter les équipes sur des échéances de vingt ou trente ans. Les enjeux de long terme doivent pouvoir être matérialisés dès aujourd'hui. En revanche, lorsqu'on parle d'un retour sur investissement à deux ou trois ans, le message est beaucoup plus concret et mobilisateur.

Astrid Cloarec, Azulis : Et cela implique aussi de prioriser les deux ou trois actions qui auront le plus d'impact.

Erwann Le Ligné, Eurazeo : Absolument. Le retour sur investissement est une mesure quantitative. Mais il faut également être capable de mesurer d'autres

dimensions : l'efficacité de la supply chain, l'empreinte environnementale ou encore les gains opérationnels. En ramenant les réflexions à un horizon plus court, on limite aussi les incertitudes liées aux technologies qui seront disponibles demain. De toute façon, les appels d'offres, les opportunités et les nouveaux leviers de décarbonation émergeront progressivement. Il est donc souvent plus pertinent de concentrer ses efforts sur les actions les plus tangibles et les plus immédiatement activables.

MdA : Olena, depuis plusieurs mois, les transactions sont plus complexes à conclure. On voit apparaître des solutions d'assurance qui permettent de sécuriser certains risques identifiés — fiscaux, environnementaux ou autres — afin de faciliter la réalisation des deals. Pouvez-vous nous en dire davantage ?

Olena Vlasjuk, Aon : Le premier constat est que, dans un marché plus sélectif, les risques identifiés prennent davantage de place dans les négociations. Lorsque la concurrence entre acquéreurs est moins forte, les sujets fiscaux, environnementaux,



réglementaires ou contentieux peuvent avoir un impact direct sur le prix, sur la documentation contractuelle ou, dans certains cas, sur la capacité même à réaliser l'opération. La question centrale devient alors celle de l'allocation du risque entre le vendeur et l'acquéreur.

Les solutions d'assurance peuvent intervenir lorsqu'un risque empêche les parties de parvenir à un accord satisfaisant. Elles permettent, dans certaines situations, d'éviter qu'un vendeur conserve une exposition financière pendant plusieurs années ou qu'un acquéreur assume seul un risque qu'il ne maîtrise pas. Leur utilité est particulièrement visible dans les processus compétitifs, les sorties de fonds et les opérations de build-up, où la rapidité d'exécution et la prévisibilité du risque sont essentielles.

Nous observons également une préparation beaucoup plus en amont. Lorsqu'un vendeur identifie un sujet susceptible de devenir un point de blocage, il peut rechercher une solution avant même le lancement du processus. Cette anticipation lui permet de présenter aux acquéreurs un risque déjà analysé et une réponse

structurée, plutôt que de subir le sujet au cours des négociations. L'assurance ne remplace ni les due diligences ni la négociation contractuelle, mais elle fait désormais partie des outils permettant de préserver la valeur et de fluidifier les opérations.

Marie Pouget, Racine : En pratique, certains fonds se posent désormais ces questions de manière systématique. Nous avons ainsi été approchés par plusieurs investisseurs qui nous expliquent : « Pour telle participation, nous savons qu'il y aura entre douze et quinze acquisitions dans l'année. Comment mettre en place une solution plus standardisée, davantage structurée comme un produit, afin de gagner en rapidité et en efficacité économique ? » D'autant plus que ces opérations portent souvent sur des acquisitions de 5 à 10 millions d'euros, et non sur des transactions à 150 millions. Cette recherche de standardisation s'accompagne d'une autre évolution que nous observons très clairement : depuis deux ans, la W&I Insurance connaît une véritable montée en puissance, quelle que soit la taille des opérations. Au-delà de la fluidification des discussions entre les

parties, j'y vois surtout un formidable levier d'amélioration de la qualité du processus de vente. Les risques sont analysés par plusieurs regards successifs : les parties, leurs conseils et l'assureur, qui vient challenger l'analyse des risques, leur traitement dans la documentation transactionnelle ainsi que les positions retenues au cours des négociations. Lorsqu'une opération a traversé l'ensemble du processus de souscription W&I, on a le sentiment d'avoir procédé à une revue particulièrement approfondie : les sujets ont été identifiés, documentés et rationalisés, y compris dans des contextes très compétitifs où les délais étaient particulièrement contraints. À mes yeux, c'est l'un des principaux bénéfices de ce mécanisme de préservation de la valeur. Le processus de souscription renforce également la qualité du disclosure. Cette étape intervient souvent dans un calendrier très contraint, au moment où chacun souhaite accélérer la signature. Pourtant, c'est précisément à ce stade que peuvent apparaître des risques jusque-là insuffisamment identifiés. Il faut alors décider s'ils doivent être acceptés, traités contractuellement ou intégrés dans le prix. À mes



yeux, c'est l'une des étapes les plus créatrices de valeur du processus. Le processus assurantiel joue ici un rôle particulièrement vertueux. Pour pouvoir confirmer à l'assureur l'absence de connaissance d'un risque donné, l'assuré est conduit à challenger son vendeur et à approfondir ses vérifications. Cette exigence améliore mécaniquement la qualité de l'information recueillie.

Le second argument tient à l'évolution des stratégies d'investissement. Nous sommes de plus en plus souvent



confrontés à des plateformes réalisant cinq à dix build-ups par an. La véritable question devient alors celle de la gestion du risque à l'échelle de la plateforme dans son ensemble. Il ne s'agit plus seulement d'assurer une acquisition, mais de préserver durablement la qualité du profil de risque de la plateforme. Il faut éviter que des passifs mal identifiés ou insuffisamment traités ne s'accumulent au fil des acquisitions et ne finissent par créer un risque global non assuré. De ce point de vue, la W&I Insurance constitue un outil

particulièrement efficace de gestion du risque au niveau de la plateforme, et non plus seulement transaction par transaction. Elle ne crée évidemment pas la valeur à elle seule. En revanche, elle contribue à préserver un cadre de gestion des risques suffisamment robuste pour permettre aux équipes de consacrer leur énergie à l'intégration des acquisitions et à la création de valeur, plutôt qu'à la gestion de passifs historiques insuffisamment identifiés.

Olena Vlasnyuk, Aon : Je partage cette analyse. Le processus de souscription apporte un regard supplémentaire sur la qualité des due diligences, le "disclosure" et la manière dont les risques ont été traités dans la documentation. Il conduit souvent les parties à approfondir certains sujets et à compléter l'information disponible avant la signature.

Cette discipline est particulièrement utile dans les stratégies de build-up. Lorsqu'une plateforme réalise plusieurs acquisitions par an, l'enjeu n'est plus seulement de sécuriser chaque opération individuellement, mais de conserver dans la durée une approche cohérente de la gestion des risques. Sans cette vision d'ensemble, des fragilités de faible ampleur peuvent s'accumuler au fil des acquisitions et devenir significatives lors du refinancement ou de la cession de la plateforme.

La question doit donc être pensée dès le départ à l'échelle de la stratégie d'acquisition : quel niveau d'analyse appliquer, quels risques accepter, lesquels traiter et comment assurer une continuité entre les différentes opérations ? C'est cette approche structurée qui permet de protéger la qualité de la plateforme et de préparer sa future liquidité.

MdA : Cyril, vous investissez environ 200 millions d'euros par an dans le private equity, principalement sur le segment small et mid cap. Cela

signifie-t-il que vous avez identifié ce segment comme étant le plus créateur de valeur ?

Cyril Roustang, AG2R La Mondiale : En réalité, cela est davantage lié à notre identité d'investisseur. Nous sommes avant tout un groupe mutualiste qui investit majoritairement en France. Nous avons donc naturellement privilégié les sociétés de gestion françaises et, par conséquent, les segments sur lesquels elles sont les plus présentes. La crise a également renforcé cette conviction. Le ralentissement observé sur les segments mid et large cap nous a permis de bénéficier d'un niveau de distributions plus important, ce qui a conforté notre positionnement.

MdA : Que vous inspire la récente étude de Bpifrance sur la performance financière et extra-financière du private equity ?

Cyril Roustang, AG2R La Mondiale : C'est un sujet que nous suivons depuis longtemps avec attention. Nous constatons effectivement un ralentissement sur certains millésimes récents, notamment ceux de 2020. Nous ne sommes donc pas étrangers à cette problématique. Cela étant, ce ralentissement est davantage lié à nos choix d'allocation d'actifs qu'à une remise en cause du segment small cap. Nous avons notamment surpondéré la technologie au travers du programme Tibi dans les années 2020. Le phénomène observé tient donc davantage à cette exposition sectorielle qu'à une faiblesse intrinsèque du small cap. Concernant le small cap, il présente toujours des caractéristiques attractives : davantage d'opérations primaires, une concurrence moins intense sur les transactions et donc des opportunités de création de valeur plus importantes. Benjamin évoquait tout à l'heure l'exemple de Trajan. Leur positionnement très small cap, sur des opérations complexes de type MBI, leur permet souvent de réaliser des sorties

à des valorisations particulièrement attractives. Mais il faut rappeler que ces performances sont le résultat d'une transformation profonde des entreprises accompagnées. Pour donner un ordre de grandeur, nous sommes aujourd'hui investis auprès de 120 sociétés de gestion et dans près de 300 fonds. J'aimerais également revenir sur le sujet de la création de valeur dans un environnement devenu plus difficile pour les levées de fonds. Historiquement, nous avons connu une période où la performance reposait sur une combinaison favorable : croissance de l'EBITDA, expansion des multiples et recours limité à l'effet de levier. Aujourd'hui, nous observons un renforcement significatif des équipes d'Operating Partners au sein des sociétés de gestion. En revanche, ce que nous peinons encore à mesurer, c'est leur contribution réelle à la création de valeur globale. Il en va de même pour les équipes ESG. Nous aimerions disposer d'indicateurs plus précis permettant d'évaluer ce que ces ressources supplémentaires coûtent réellement et ce qu'elles rapportent en termes de performance. Ce sont des éléments que nous souhaiterions voir davantage apparaître dans les reportings des fonds.

Erwann Le Ligné, Eurazeo : Encore faut-il être capable de mesurer cet impact. Pour cela, l'Operating Partner doit être véritablement impliqué dans l'entreprise et travailler au plus près des équipes dirigeantes, notamment du directeur financier. Si le CFO n'est pas pleinement engagé dans la démarche, cela fonctionne rarement. L'enjeu est désormais de parvenir à quantifier financièrement les effets des initiatives ESG afin de démontrer leur contribution concrète à la création de valeur.

MdA: Cyril, dans un environnement plus complexe qu'auparavant, les attentes en matière de performance ont-elles évolué ?

Cyril Roustang, AG2R La Mondiale : Non, elles restent globalement les mêmes. Certes, l'âge d'or que nous avons connu ces dernières années est probablement derrière nous. Mais lorsque beaucoup d'entre nous ont commencé leur carrière, les taux d'intérêt étaient nettement plus élevés qu'aujourd'hui, ce qui n'empêchait pas de générer de très bonnes performances. Le contexte change, mais les objectifs demeurent.

MdA : Préférez-vous investir dans des fonds intégrés à de grandes plateformes ou dans des sociétés de gestion plus spécialisées ?

Cyril Roustang, AG2R La Mondiale : Je vais faire une réponse de normand : nous investissons dans les deux. Nous observons effectivement un mouvement de consolidation avec la constitution de grandes plateformes. Nous évoquions tout à l'heure Wendel et l'acquisition d'IK Partners, ou encore le rapprochement entre BNP Paribas et AXA dans la gestion d'actifs. Parallèlement, nous assistons aussi à de nombreux spin-offs qui donnent naissance à de nouvelles équipes spécialisées, souvent concentrées sur une seule stratégie. Ces structures cherchent naturellement à se différencier par leur performance. Les attentes à leur égard sont donc souvent plus élevées que pour les grandes plateformes diversifiées, car leur proposition de valeur repose essentiellement sur leur capacité à délivrer des résultats supérieurs.

Olena Vlasnyuk, Aon : Du point de vue du marché transactionnel, les deux modèles peuvent fonctionner, mais ils ne reposent pas sur les mêmes avantages. Les grandes plateformes disposent de ressources importantes, d'expertises internes nombreuses et d'une capacité à accompagner des opérations complexes ou internationales. Les équipes spécialisées se différencient davantage par leur connaissance fine d'un secteur, leur proximité avec les dirigeants et



leur capacité à identifier des situations moins intermédiées. Dans les deux cas, la véritable différenciation tient finalement à la qualité de l'exécution et à la capacité de démontrer une création de valeur reproductible.

Benjamin Marché, Eversheds Sutherland : Je souhaitais réagir sur un sujet que je connais relativement bien : l'impact des taux d'intérêt sur les business plans. À mon sens, le véritable enjeu n'est pas tant le niveau des taux que leur volatilité et leur imprévisibilité. Il y a encore trois semaines, le marché anticipait une hausse du taux directeur de la BCE. Aujourd'hui, les dernières indications laissent penser qu'aucune hausse n'interviendra en septembre. D'ici là, la situation aura peut-être encore évolué. Aux États-Unis, les perspectives sont tout aussi incertaines. Cette instabilité quotidienne est, selon moi, plus problématique pour les investisseurs que le fait d'évoluer dans un environnement de taux à 3 %, 6 % ou même 0 %. L'autre sujet majeur lié au retour de taux plus élevés, après une décennie marquée par des taux très faibles voire négatifs, concerne les valorisations. Nous revenons à une logique

d'avantage fondée sur la création de valeur réelle. Les multiples de sortie attendus par certains investisseurs ne sont plus toujours réalistes. Avec un coût de la dette plus élevé et des marges de financement plus importantes, la capacité à acquérir des actifs à des valorisations élevées est mécaniquement réduite. Cette question dépasse d'ailleurs celle de savoir si un fonds est prêt ou non à payer un certain multiple pour un actif. Elle touche à sa capacité à financer l'opération, que ce soit auprès de ses LPs — en acceptant potentiellement un TRI moins élevé — et/ou via un recours à la dette plus coûteux. Je pense également qu'il existe une véritable différence culturelle entre les deux côtés de l'Atlantique. Aux États-Unis, les investisseurs acceptent plus facilement de réaliser des TRI inférieurs à ceux initialement envisagés afin de maintenir l'activité transactionnelle. L'approche consiste souvent à considérer qu'il vaut mieux céder aujourd'hui, même avec une performance moindre, et recréer de la valeur sur l'investissement suivant. En France, certains fonds adoptent une posture plus attentiste. Ils préfèrent parfois

conserver un actif de qualité plutôt que de le céder à une valorisation jugée inférieure à leurs attentes, en espérant bénéficier ultérieurement d'un environnement plus favorable qui leur permettrait d'obtenir un multiple de sortie supérieur. C'est une situation que nous observons globalement depuis le début de la guerre en Ukraine et le retour de l'inflation. Je ne sais pas si cette période touche à sa fin, mais nous arrivons progressivement à une limite de ce que peuvent absorber les solutions alternatives comme les fonds de continuation ou les fonds secondaires. Les LPs sont de plus en plus nombreux à dire : « Nous sommes prêts à réinvestir dans votre prochain véhicule, mais nous avons aussi besoin de récupérer du capital sur les fonds précédents ». Au fond, il est essentiel que vendeurs et acquéreurs parviennent à s'accorder sur la valeur des actifs. J'utilise souvent cet exemple: le marché ressemble parfois à l'immobilier parisien. Certains actifs d'exception trouvent preneur en quelques jours, voire en quelques heures, souvent en off-market, car ils sont considérés comme les meilleurs du marché. À l'inverse, il existe toute une catégorie d'actifs intermédiaires dont les performances récentes sont plus contrastées. Dans ces situations, les délais de mise en place du financement peuvent devenir un facteur déterminant. Il arrive que les discussions débutent alors que les performances sont excellentes, puis qu'une dégradation intervienne quelques mois plus tard. Cela conduit à rouvrir les débats sur la valorisation et peut compliquer considérablement les négociations. ■