



13
octobre
2026

LES RENCONTRES D'EXPERTS

Spécial LBO Small Cap



chez Eversheds 26 rue Saint Dominique 75007 Paris

LBO : LE “NOUVEAU PLAYBOOK” DU SMALL-CAP

Dans un marché encore contraint, les investisseurs redécouvrent les vertus du terrain : améliorer les marges, structurer les organisations, réussir les build-up et associer les dirigeants à la création de valeur. L'IA ouvre un nouveau front, mais ne remplace ni le jugement ni l'exécution. L'enjeu est clair : faire davantage avec moins de dettes et démontrer leur valeur ajoutée. Autour de la table, huit professionnels du small-cap, investisseurs, spécialistes de l'accompagnement opérationnel, experts du financement et du conseil, confrontent leurs expériences et leurs méthodes pour décrypter les nouveaux leviers de création de valeur dans les LBO.

MdA : La dynamique d'investissement est-elle toujours au rendez-vous ? Sur quels segments et dans quelles activités ? Dans un contexte de croissance atone et de taux encore élevés, quels dossiers restent réellement finançables et attractifs ?

Rémi Berteloot, Bpifrance : Les levées de fonds restent compliquées sur l'ensemble du marché français. Même sur le small cap, seuls quelques acteurs parviennent à tirer leur épingle du jeu. Ceux qui lèvent très bien et très vite se comptent sur les doigts d'une main. Pour autant, chez Bpifrance nous continuons d'accompagner largement les fonds de capital développement et capital transmission. Notre portefeuille small cap compte un peu plus de 200 fonds partenaires. Nous cherchons généralement à accompagner une équipe dès leur premier fonds, et de l'accompagnement dans la durée de la relation, sous réserve du maintien de la performance et de la qualité de la relation. Nous entretenons aujourd'hui environ 70 relations actives avec des sociétés de gestion small cap. En 2026, nous devrions réaliser un peu plus de 20 investissements. Bpifrance étant un investisseur de référence pour le marché, souvent présent aux premiers closings des fonds, nous sommes

particulièrement attentifs à la qualité de la documentation juridique et à la protection des intérêts des investisseurs. Nous consacrons également beaucoup de temps à l'analyse des équipes : les diligences sur site peuvent représenter généralement entre une journée et demie et deux jours de travail. Dans le cadre de nos prises de référence, nous échangeons avec les dirigeants des participations mais aussi avec d'autres LP. Ce travail approfondi intervient en amont de notre décision d'investissement.

MdA : Votre grille de lecture a-t-elle évolué ces dernières années ? Quels sont désormais vos critères de sélection ?

Rémi Berteloot, Bpifrance : Les processus d'investissement prennent désormais beaucoup plus de temps et les secteurs que nous ciblons ont évolué. Il y a cinq ans, dans le sillage du Covid, le software occupait par exemple une place importante dans les thèses d'investissement des fonds en levée. Ces entreprises bénéficiaient notamment de la généralisation du télétravail et de modèles relativement protégés de certaines perturbations économiques. Aujourd'hui, nous regardons davantage l'industrie, en particulier les acteurs positionnés sur

des niches. La santé reste également un secteur important, qui demeure sous-investi, mais où les valorisations restent élevées. Les attentes des vendeurs et celles des acheteurs ne sont pas toujours alignées, ce qui empêche encore certaines opérations de se concrétiser. Cette difficulté se retrouve aussi dans les opérations de transfert d'actifs d'un fonds à un autre, où les discussions sur les prix peuvent être particulièrement tendues. Les indicateurs de performance de référence ont eux aussi évolué. Il y a cinq ans, l'attention portait surtout sur le TRI, alors qu'aujourd'hui, le DPI (Distributions to Paid-In Capital) est devenu central. Sur ce terrain, notre positionnement sur le small cap constitue un atout. Même si nous pouvons intervenir sur des fonds de taille plus importante dans certaines stratégies, nos investissements sur le small cap affichent des distributions satisfaisantes sur le marché français, témoin de la qualité de notre sélection et de la résilience de ce segment. Le small cap joue aussi un rôle essentiel dans la chaîne de création de valeur. Les fonds de taille plus importante manquent parfois d'actifs de qualité et vont donc chercher des entreprises auprès de fonds plus petits. Ils peuvent ainsi reprendre des sociétés déjà structurées et préparées à franchir une

Rémi Berteloot

- Rémi Berteloot est Directeur du Pôle Fonds de Capital Développement chez Bpifrance.
- Il travaille chez Bpifrance depuis 4 ans. Précédemment, Rémi était responsable France au sein de l'équipe Lower Mid Market du Fonds Européen d'investissement à Luxembourg où il travaillait pendant plus de dix ans.
- Au total Rémi a plus d'une quinzaine d'années dans l'investissement dans le non coté sur le segment du small et mid cap en France et en Europe.



nouvelle étape de développement. C'est un moteur particulièrement puissant pour alimenter le mid cap en actifs de qualité. La création de valeur doit être pensée très en amont, dans un marché où les investisseurs doivent aller plus vite. Les fonds small cap contribuent à professionnaliser les PME et les petites ETI : ils renforcent la gouvernance, structurent le reporting, préparent les opérations de croissance externe et accompagnent l'internationalisation. Autant de chantiers qui facilitent ensuite le passage de relais à un fonds de mid cap. Lorsque ce travail préparatoire a été correctement mené, le plan des 100 premiers jours du nouvel investisseur peut être considérablement raccourci. La qualité du travail accompli par l'équipe précédente devient alors un véritable facteur de différenciation.

Jacques-Henri Hacquin, NeoFin Group : Cet écart de valorisation se mesure assez bien. Selon l'étude France Invest/EY sur les cessions 2019-2024, la taille pèse beaucoup sur le multiple : environ 7x l'EBITDA

à la sortie sous 50 M€ de valeur d'entreprise, plus de 10x entre 50 et 200 M€, et 14x au-delà de 500 M€. Or beaucoup de vendeurs raisonnent avec les multiples des grandes opérations, qui sont les seuls publiés : sur près de 6 000 opérations françaises recensées

“Le small cap joue un rôle essentiel dans la chaîne de création de valeur. Il professionnalise les PME et prépare les entreprises à franchir une nouvelle étape de développement.”

Rémi Berteloot

depuis 2024, moins de 100 donnent leur multiple d'EBITDA. Le marché se dédouble d'ailleurs : selon l'indice Argos, plus d'un quart des transactions européennes se font désormais sous 7x l'EBITDA, alors que les fonds paient plus de 10x pour les meilleurs

actifs. L'écart se joue sur la qualité de l'EBITDA : récurrence des revenus et conversion en cash.

MdA : Le small cap est-il, selon vous, le segment qui offre le plus fort potentiel de création de valeur ?

Rémi Berteloot, Bpifrance : Nous sommes convaincus de la performance du segment small cap. C'est la base de la pyramide économique : celle des PME, dont le nombre constitue un vivier considérable d'opportunités. Ce segment fait preuve de résilience et continue de susciter une forte appétence. Le small cap recouvre notamment des fonds régionaux de taille plus modeste, qui interviennent sur de petites PME. C'est à cette échelle que l'accompagnement opérationnel et la structuration des entreprises peuvent avoir un impact particulièrement significatif.

MdA : Priscille, on l'a vu la croissance du PIB français est flat, comment vit-on sous LBO en 2026 ?



Priscille Allais

- Priscille Allais est Présidente Directrice Générale de COSMOGEN & ASQUAN GROUP, nommée par Weinberg Capital Partners, son actionnaire de référence. Depuis septembre 2019, elle déploie une stratégie de triple performance économique, sociale et environnementale, incarnée et soutenue par une politique d'innovation responsable et visionnaire, en ligne avec les motivations profondes des collaborateurs autant que des clients de COSMOGEN & ASQUAN GROUP.
- Diplômée de l'ESSEC, experte en stratégies de croissance, Priscille Allais a accompli un parcours exemplaire dans l'univers de la beauté et du luxe, notamment chez L'Oréal, LVMH ou encore Michael Kors où elle a exercé des fonctions de direction générale.
- Elle a également fondé, dirigé et cédé avec succès GIFT ID, une agence spécialisée dans le design et la fabrication de GWPs pour les marques de luxe.

Priscille Allais, Cosmogen : Diriger une entreprise sous LBO, c'est avant tout savoir conjuguer une vision stratégique de long terme avec une forte exigence d'exécution à court terme. Ce n'est pas toujours simple, mais c'est aussi ce qui rend l'exercice passionnant ! Je vois le LBO comme un véritable accélérateur de transformation. Il impose une discipline financière, de la rigueur dans les choix d'investissement et une attention permanente à la création de valeur. De plus, la relation avec le fonds est évidemment essentielle. Lorsqu'elle repose sur l'alignement des intérêts, la transparence et une vision partagée, elle permet au dirigeant de prendre des décisions ambitieuses tout en gardant le cap. Et je crois beaucoup à cette complémentarité des rôles.

MdA : Quelles sont les clés de la croissance de Cosmogen ?

Priscille Allais, Cosmogen : Chez Cosmogen, notre stratégie repose sur trois piliers : l'innovation, l'internationalisation et l'excellence

opérationnelle. Notre ambition reste de renforcer notre positionnement de partenaire de référence des marques

“Je vois le LBO comme un véritable accélérateur de transformation. Lorsqu'il repose sur l'alignement des intérêts et une vision partagée, il permet au dirigeant de prendre des décisions ambitieuses tout en gardant le cap.”

Priscille Allais

de beauté, en leur proposant des solutions de packaging toujours plus innovantes, différenciantes et responsables. L'acquisition d'Asquan en avril 2026 nous a permis de renforcer significativement notre présence aux États-Unis et d'élargir nos expertises. Aujourd'hui, tout

l'enjeu est de tirer pleinement parti des complémentarités entre nos équipes, nos savoir-faire et nos marchés. Car je suis convaincue que la création de valeur d'une acquisition se joue autant dans la qualité de son intégration que dans la pertinence stratégique du rapprochement.

MdA : Fabrice, vous disposez d'une vision transversale du marché chez Nexia SA, compte tenu du nombre de dossiers que vous traitez. Quels secteurs vous ont particulièrement occupés en 2026 ?

Fabrice Huglin, Nexia SA : La défense bénéficie évidemment de l'attention portée à la souveraineté nationale. Des fonds spécialisés ont été créés et l'intérêt des investisseurs est réel. Mais il faut rester prudent : derrière cet engouement, les commandes tardent parfois à se concrétiser. L'analyse des entreprises du secteur est également complexe. Beaucoup ne sont pas exclusivement positionnées sur la défense, même si elles interviennent sur des programmes stratégiques,

Fabrice Huglin

- Fabrice Huglin est associé de Nexia S&A en charge du département Transaction Services aux côtés de Charles Kohen et Nicolas Olivier. Il intervient pour des PME et ETI, principalement dans le domaine des services, de l'industrie et de la distribution. Il a plus de 25 années d'expérience professionnelle et a conseillé plus d'une trentaine d'opérations en 2025, Nexia S&A ayant participé à plus de 100 opérations en 2025.
- 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.
- À 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.



par exemple dans la conception de composants destinés au char Leclerc. Pour des PME, voire de très petites entreprises, cette dépendance à des programmes spécifiques et à des appels d'offres dont les calendriers sont difficiles à maîtriser peut compliquer les décisions d'investissement. La santé et le bien-être bénéficient, de leur côté, de tendances de fond plus lisibles à long terme. Nous observons aussi des perspectives intéressantes dans les activités liées à la transition énergétique : la climatisation, le solaire, qui retrouve un certain dynamisme ainsi que le nucléaire. Le vieillissement du parc nucléaire français implique des besoins d'investissement et de financement importants. L'intelligence artificielle et les infrastructures qui l'accompagnent suscitent également de l'intérêt, notamment les data centers et les activités connexes. Dans certains segments, des multiples de valorisation supérieurs à 10 fois l'EBITDA restent possibles, y compris dans les activités de services informatiques. La cybersécurité demeure aussi un domaine à regarder, de même que les

ESN spécialisées dans l'IA et la mise à disposition de développeurs disposant de ces compétences.

“La capacité à générer du cash est devenue un critère déterminant dans l'analyse des dossiers. Les investisseurs regardent de près la résilience du chiffre d'affaires et la récurrence des revenus.”

Fabrice Huglin

MdA : Où en êtes-vous en volume d'activité par rapport à la même période de l'année dernière ?

Fabrice Huglin, Nexia SA : L'activité résiste plutôt bien orientée. Nous réalisons toujours plus d'une centaine d'opérations par an et le volume de dossiers primaires semble globalement comparable à celui de l'année

précédente. En revanche, les stratégies de build-up se sont véritablement institutionnalisées, notamment dans les opérations de sortie. Les actifs les plus attractifs font l'objet d'une concurrence soutenue. Toutefois, même les dossiers moins premium continuent de susciter de l'intérêt, mais leur examen demande davantage de temps. Pour ces dossiers, nous constatons que les cédants sont plus fréquemment amenés à réinvestir dans les opérations, soit en equity, soit au moyen de tranches d'obligations convertibles. Ce réinvestissement des cédants peut contribuer à rapprocher les attentes des parties et à faciliter la réalisation des transactions. Les dossiers les plus recherchés sont ceux qui convertissent rapidement leur activité en cash. À l'inverse, les entreprises nécessitant des Capex importants sont moins favorisées. La capacité à générer du cash est devenue un critère déterminant dans l'analyse des dossiers. Les investisseurs regardent également de près la résilience du chiffre d'affaires et la récurrence des revenus. Dans l'énergie, les activités



Benjamin Marché

- Benjamin Marché est associé du cabinet Eversheds Sutherland. Il est chargé 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.

de maintenance et les contrats de long terme peuvent apporter de la visibilité. Il en va de même pour les serveurs et les data centers, où les prestations de maintenance contribuent à stabiliser l'activité. Dans nos propres métiers, l'expertise comptable et le commissariat aux comptes présentent également des relations récurrentes. Les lettres de mission successives et les mandats de commissariat aux comptes d'une durée de six ans, offrent un socle d'activité relativement prévisible.

MdA : Réalisez-vous déjà des vendor due diligences intégrant l'intelligence artificielle ?

Fabrice Huglin, Nexia SA : Nous constatons que pour les entreprises pour lesquelles nous intervenons, nous sommes encore largement au début du processus d'adoption de l'IA. La priorité consiste souvent à structurer les données avant de pouvoir déployer efficacement des solutions d'intelligence artificielle. La facturation électronique participe précisément

à cette numérisation de l'économie. Avant d'ajouter une couche d'IA, il faut bien entendu disposer de données suffisamment structurées et fiables.

“Il ne suffit pas de vouloir payer davantage : encore faut-il pouvoir lever la dette nécessaire et préserver l'équilibre économique de l'opération.”

Benjamin Marché

Nous sommes encore aux prémices de cette transformation, mais, dans les deux prochaines années, nous devrions assister à une numérisation beaucoup plus complète des informations financières et extra financières. Dans ce contexte, les missions que nous menons dans le cadre de projets liés à l'IA portent donc encore largement sur l'organisation et la structuration des données, davantage que sur le

déploiement direct de solutions d'intelligence artificielle. Certains grands groupes ont d'ailleurs lancé des projets d'IA avant de les interrompre, confrontés à des coûts importants et un manque de maturité sur la transformation de leurs organisations. Cela illustre un point essentiel : sans socle de données fiable et bien organisé, les outils ne peuvent pas produire les résultats attendus. Pour autant, l'IA est déjà utilisée dans certaines tâches opérationnelles, y compris dans nos métiers. Elle peut notamment faciliter le traitement des appels d'offres, le regroupement de données ou le rapprochement de fichiers. Mais, à ce stade, le travail préalable de numérisation et de structuration des données reste déterminant.

Benjamin Marché, Eversheds Sutherland : Le marché de l'IA évolue à une vitesse telle qu'il est difficile de se projeter à long terme. Tous les six mois, de nouveaux modèles apparaissent, les annonces se multiplient et les usages évoluent.





Tanguy Tauzinat

- Avant de co-fonder Trajan en 2018, Tanguy était Directeur d'Andera où il a travaillé pendant 6 ans au sein de l'équipe Mid-Cap.
- Il avait précédemment travaillé pendant 2 ans au sein de la banque d'affaires Messier Maris & Associés et pendant un an au sein des équipes de financement de projet de la Société Générale à New York.

LinkedIn est d'ailleurs devenu, à mes yeux, largement saturé de contenus sur le sujet. Pour les entreprises, il est donc encore difficile de distinguer les avancées réellement structurantes des effets d'annonce. La première étape consiste à rendre l'information disponible et exploitable. Mais nous commençons déjà à aller bien au-delà de la simple synthèse de documents ou de la rédaction d'un e-mail. Nous utilisons notamment Harvey, qui nous permet d'exploiter nos précédents dossiers de manière anonymisée. Nous avons ainsi pu produire, pour un client, un tableau de benchmark de ses négociations : les conditions obtenues auprès d'un sponsor au cours des trois dernières années, celles négociées par un autre investisseur sur une opération comparable, puis une proposition de positionnement intermédiaire pour préparer la discussion. C'est un travail qui aurait été quasiment impossible à proposer il y a encore un an, faute de budget. Il aurait nécessité vingt heures de travail humain. Aujourd'hui, l'IA produit une première analyse en vingt

minutes. Les équipes y consacrent ensuite deux heures pour l'affiner, avant une dernière revue de ma part. Finalement, nous proposons au client

“Le build-up est parfois présenté comme une opération essentiellement financière. Mais il constitue aussi un puissant levier pour accélérer la diversification et renforcer la résilience d'une entreprise.”

Tanguy Tauzinat

un outil concret pour renforcer sa position dans la négociation, à un coût qui reste compatible avec son budget. C'est là que se situe, selon moi, une partie de la création de valeur. L'IA nous permet d'aller chercher des informations que nous aurions pu

laisser de côté et d'avoir une vision plus complète d'un dossier. Les usages vont continuer à progresser. Certains confrères commencent, par exemple, à retranscrire leurs réunions Teams pour alimenter Harvey et lui demander de préparer un premier *mark-up* de documentation de sûretés. Ces productions restent imparfaites. Mais, au rythme où évoluent les outils, ce qui ne fonctionne pas suffisamment bien aujourd'hui pourrait devenir tout à fait exploitable dans un an. Nous pourrions alors nous concentrer sur des tâches à plus forte valeur ajoutée. À terme, sortir d'un *call* à 19 heures et disposer d'une première version d'un document à 22 heures pourrait devenir banal. Il faudra aussi repenser nos modèles économiques et notre organisation. Lorsque j'ai commencé, les documents de financement comptaient quelques dizaines de pages ; ils en atteignent aujourd'hui parfois deux cents, et pourraient en compter cinq cents demain. Il faudra bien trouver une manière d'absorber cette inflation documentaire. Si l'IA détruit certaines

Frédéric Mimoun

- Frédéric Mimoun est responsable et associé de l'équipe Small Cap d'IdiCo qu'il a rejoint en septembre 2016. Frédéric Mimoun a démarré sa carrière chez Arthur Andersen, puis à la SG Hambros en M&A à Londres. Il retourne en France pour rejoindre la Royal Bank of Scotland en charge des équipes d'origination Leveraged Finance, avant de rejoindre Nixen Partners. Frédéric Mimoun était depuis 2015 Responsable du pôle Private Debt pour la France et le Benelux chez BlackRock.
- Diplômé de l'Ecole Spéciale des Travaux Publics Paris, Frédéric est actuellement Board Member notamment de Tennaxia, Taléo, Loré, Opportunity et NutriDry.
- L'équipe Small Cap, ainsi que les équipes Lower-Mid Cap et Private Debt ont rejoint l'IDI en mars 2023, tout en gardant la même philosophie d'investissement que sur les millésimes actuels en cours de déploiement et liquidation. Dans le cadre de l'adossement à l'IDI, la maison mère est également anchor investor dans les classes d'actifs. Le Small Cap vise un 4ème millésime de 120 M€ à fin d'année 2026 et déjà très bien déployé sur 3 et bientôt 4 actifs.



heures facturables, elle peut aussi créer de la valeur en améliorant la qualité du conseil et la pertinence de nos interventions. Tout l'enjeu sera de faire en sorte que la création de valeur l'emporte sur la destruction. La question de la facturation au temps passé se pose donc nécessairement. La progression de la productivité remet en cause un modèle dans lequel la performance est étroitement liée au nombre d'heures facturées. Elle interroge également la formation des jeunes avocats. Continuerons-nous à recruter des promotions de cinq, six ou sept stagiaires si une partie des tâches traditionnellement confiées aux juniors peut être automatisée ? Nous devrons probablement sélectionner davantage les profils que nous souhaitons former et les faire monter plus rapidement en compétence sur des missions à forte valeur ajoutée, plutôt que de les cantonner pendant plusieurs années aux tâches les plus répétitives de la due diligence ou de la documentation financière. Enfin, il y a un enjeu majeur de formation et de

partage des pratiques. Nous organisons régulièrement des réunions internes

“Notre recette de création de valeur éprouvée consiste à accompagner très étroitement nos équipes de management au côté de nos Operating Partners et ainsi nourrir des rendements de bon niveau tant en cash-back qu'en multiple.”

Frédéric Mimoun

consacrées à l'IA. À chaque fois, les équipes présentent de nouveaux usages : « Je l'utilise pour cela », « Moi, je fais autrement », « Comment t'y prends-tu ? » Nous découvrons ainsi que chacun développe ses propres méthodes. Ces pratiques finiront sans

doute par se consolider, mais il existe déjà une multitude de bonnes idées qu'il faut savoir faire circuler.

Frédéric Mimoun, IdiCo : C'est effectivement une question d'actualité. Comme cela a été souligné, l'IA impacte tous les secteurs et cela sera très rapide. Chez IdiCo, nous sommes notamment équipés de Dust sur tous nos postes de travail. Ainsi, dans l'analyse de chaque prospect ou participation ainsi que dans les communications avec nos investisseurs, nous nous appuyons sur des prompts nous permettant d'automatiser un certain nombre de flux et de gagner en productivité. En complément, comme cela est mis en place dans notre stratégie Private Equity Small Cap que je pilote, un réseau d'*operating partners* et d'experts sectoriels accompagnent de façon très active les Dirigeants de nos participations. Au titre de l'IA mais aussi sur toutes les problématiques de transformations des PME françaises, nos experts sectoriels interviennent directement auprès des



Philippe Almouzni

- Philippe Almouzni est un dirigeant d'entreprise et entrepreneur français, né en mai 1966, spécialisé dans le secteur de l'édition de logiciels B2B et des solutions SaaS.
- Il est notamment connu pour avoir repris des entreprises technologiques, dans des contextes de transformation et de dynamique de forte croissance.
- Il est le dirigeant de la société Opportunity, éditeur français d'une plateforme SaaS qui accompagne les principales marques dans leur communication digitalisée avec leurs clients.

entreprises pour évaluer leur éventuel retard, identifier les opportunités d'amélioration et déterminer si ces technologies sont susceptibles de transformer leur modèle économique ou de bouleverser leur marché. L'IA va aussi générer des gains de productivité et, mécaniquement, ouvrir de nouvelles perspectives d'amélioration des marges. Pour autant, comme l'était le Digital dans les années 2000 où certains pensaient qu'il supplanterait les magasins physiques, je pense que l'IA est un outil et non un substitut. Demain, nous travaillerons avec l'IA, mais toujours avec l'humain. C'est une source de multiples opportunités passionnantes pour les PME que nous accompagnons.

Rémi Berteloot, Bpifrance : L'IA doit rester un outil d'assistance. Dans le private equity, la relation humaine conserve une place essentielle. La confiance qu'un gérant de fonds noue avec un dirigeant ne se décrète pas à coups d'algorithmes. Pour autant, il ne faut pas manquer ce virage

technologique, au risque de se laisser distancer par les acteurs américains ou chinois. L'enjeu est donc de s'approprier ces outils sans perdre de vue ce qui fait la spécificité de notre métier : la relation humaine.

“Il faut éviter d'empiler les expérimentations. Notre objectif est de passer à l'échelle et d'industrialiser les usages de l'IA.”

Philippe Almouzni

MdA : Pour un dirigeant de PME ou d'ETI, l'IA est désormais incontournable. La question n'est plus tant de savoir s'il faut s'y mettre, mais quand, comment et avec quels moyens. Priscille, Philippe, comment cette réflexion a-t-elle émergé chez Cosmogen et Opportunity ?

Priscille Allais, Cosmogen : Je trouve que l'IA ouvre des perspectives absolument passionnantes pour les PME et les ETI !! Pour un dirigeant, elle offre de nouvelles possibilités en matière d'analyse, d'aide à la décision et de productivité. Pour les équipes, elle peut permettre de réduire le temps consacré aux tâches répétitives et de se concentrer davantage sur ce qui fait vraiment la différence : la créativité, la relation client, l'innovation et la qualité d'exécution. Je suis profondément convaincue que l'enjeu n'est pas de remplacer l'intelligence humaine, mais de l'augmenter. L'IA ne remplacera ni la vision d'un dirigeant, ni l'engagement des collaborateurs, ni la proximité avec les clients. En revanche, les entreprises qui sauront l'intégrer « intelligemment » auront un véritable avantage compétitif.

Philippe Almouzni, Opportunity : La question est effectivement centrale. Il suffit de se rendre dans un salon professionnel pour constater que tout le monde revendique aujourd'hui une





Jacques-Henri Hacquin

- Jacques-Henri Hacquin est Président du cabinet NeoFin Group. Il possède plus de 20 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 NeoFin Group. Jacques-Henri intervient de la maîtrise 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 conseillées, Jacques-Henri est intervenu sur le Management Package de ECG (PAI), de Tennaxia (Marlin Equity Partners), Groupe Infodis (HLD).

expertise en IA. Mais derrière cette omniprésence dans les discours, la réalité opérationnelle est souvent plus contrastée. Chez Opportunity, nous avons commencé par embarquer nos équipes dans un usage structuré de l'IA. Nous avons donc mis en place des formations ouvertes à tous et intégré un LLM dans un environnement de travail sécurisé, adapté à nos besoins et dont les coûts d'utilisation sont plafonnés. L'objectif est de permettre à chacun d'expérimenter et de se familiariser avec ces outils. Je le recommande à toutes les entreprises : si vous ne proposez pas de solution interne, vos collaborateurs utiliseront leurs propres outils, sans nécessairement mesurer les risques associés. Les données de l'entreprise peuvent alors sortir de son périmètre de contrôle.

MdA : Vous avez donc créé une sorte d'académie interne de l'IA ?

Philippe Almouzni, Opportunity : Exactement. Nous avons commencé

par cette phase d'acculturation interne. En parallèle, nous avons engagé une réflexion sur notre stratégie

“La question ne se pose plus seulement à la sortie, mais dès l'entrée au capital. Une valorisation artificiellement basse peut se transformer en cadeau empoisonné pour les managers au moment de la sortie.”

Jacques-Henri Hacquin

produit et sollicité cinq entreprises de services numériques (ESN), en leur soumettant sept cas d'usage à forte valeur ajoutée métier pour nos clients que nous souhaitons intégrer à notre nouvelle plateforme de Marketing

Digital dès 2027. En réunissant « medias, data, IA et expertise métier dans la joignabilité » au sein d'une même plateforme, nous avons l'ambition de proposer la première plateforme d'orchestration intelligente des interactions clients. Les devis reçus des ESN s'échelonnent de 20 000 à 100 000 euros. Un écart considérable, qui illustre la grande hétérogénéité des propositions de valeur sur ce marché. Autre constat : tous les prestataires revendiquent déjà une expérience significative et des équipes dédiées à l'IA.

Tanguy Tauzinat, Trajan : Sur une technologie qui, pour l'essentiel, n'existait pas il y a six mois...

Philippe Almouzni, Opportunity : C'est précisément ce qui nous incite à la prudence. En tant qu'éditeur de logiciels, notre métier consiste à développer des solutions utiles à l'ensemble de nos clients. Or, beaucoup d'ESN nous présentent des réalisations



qui n'ont pas encore été déployées à grande échelle. Elles ont parfois consacré des mois à concevoir des solutions qui restent très spécifiques à un cas d'usage. Nous devons donc éviter une approche consistant à reproduire ce qui a déjà été fait ailleurs sans nous interroger sur sa pertinence pour notre métier. Notre objectif est de passer à l'échelle et d'industrialiser les usages, pas d'empiler les expérimentations. Les échanges avec les prestataires nous ont néanmoins permis de clarifier notre démarche, qui s'articule désormais autour de trois étapes. La première consiste à définir une méthodologie pour cadrer et prioriser les projets IA. La deuxième vise à identifier des business cases, puis à les chiffrer en comparant les options *build or buy* et en évaluant le modèle économique de chaque cas d'usage, notamment son retour sur investissement. Cette analyse doit nous permettre de décider lesquels méritent d'être lancés. Enfin, troisième étape, il faut déterminer les conditions de mise en œuvre : disposons-nous des compétences nécessaires ? Devons-nous les renforcer ? Ou vaut-il mieux sous-traiter certaines expertises, notamment lorsque leur mobilisation ponctuelle est plus pertinente qu'une internalisation ?

MdA : À défaut, le manque de compétences peut aussi ralentir le déploiement.

Philippe Almouzni, Opportunity : Absolument. Ces trois étapes nous donnent un cadre clair. Nous sommes encore en phase de construction, mais nous avançons avec une vision précise de la manière dont nous voulons aborder le sujet, et la façon dont nous allons favoriser la montée en compétence progressive de nos équipes pour développer leur autonomie sur les futurs projets IA. Cette démarche présente aussi un intérêt commercial. Lorsque nos clients nous interrogent sur l'IA dans le cadre d'appels d'offres, nous pouvons démontrer que nous ne nous contentons pas d'afficher une ambition. Nous sommes en train de bâtir une véritable stratégie, avec une trajectoire et des étapes clairement définies.

MdA : Vous évoquiez tout à l'heure Bpifrance. L'institution propose également des dispositifs de financement pour accompagner le déploiement de l'IA. Tanguy, comment abordez-vous cette question chez Trajan ?

Tanguy Tauzinat, Trajan : Nous partageons largement le diagnostic, mais nous n'en avons pas tiré les mêmes conclusions. L'IA est une technologie remarquable : probablement l'une des plus puissantes apparues ces dernières décennies, mais aussi l'une des plus accessibles. Pour une centaine d'euros, on peut déjà commencer à expérimenter et disposer d'une grande partie de la puissance nécessaire pour transformer certains processus. Et les outils évoluent à une vitesse considérable. La comparaison avec l'arrivée des ERP, il y a trente ou quarante ans, est éclairante. À l'époque, il fallait engager plusieurs centaines de milliers d'euros et mobiliser des équipes pendant un an avant même de commencer à utiliser l'outil. Avec l'IA, le modèle est radicalement différent : le ticket d'entrée est faible et les possibilités se renouvellent en permanence. À nos yeux, le sujet relève donc moins d'une logique de *CapEx* que de *change management*. Et cela remet en question le modèle traditionnel du conseil externe. Un consultant arrive pour une mission d'un, deux ou trois mois, facture sa prestation, puis repart. Ce fonctionnement peut se justifier pour un projet ERP, avec un périmètre relativement défini. Il



est beaucoup moins adapté à une technologie qui évolue aussi vite : lorsque la mission s'achève, les recommandations formulées quelques mois plus tôt peuvent déjà être dépassées. L'accompagnement doit s'inscrire dans la durée. Nous avons donc expérimenté plusieurs approches avant de décider d'internaliser cette compétence, avec les ambitions qui vont avec. Nous voulons acculturer la totalité des PME de notre portefeuille à l'usage de cet outil nouveau et mettre en œuvre les premier *quick win* qui peuvent déjà beaucoup améliorer le quotidien des équipes et le pilotage. Il faut par ailleurs sourire lorsque certains revendiquent vingt ans d'expérience dans l'IA...

MdA : Peut-être en cumulant les expériences de toute une équipe !

Tanguy Tauzinat, Trajan : Notre modèle d'investissement explique aussi ce choix : nous intervenons surtout auprès de PME dont nous sommes le premier actionnaire financier. Elles sont souvent encore peu structurées sur le plan numérique, le terrain est largement vierge. Les problématiques d'un grand groupe, comme ceux que vous accompagnez, Philippe, sont évidemment différentes. Dans nos participations, nous avons

considéré que l'enjeu prioritaire était l'accompagnement du changement, dans un environnement en évolution permanente. Il nous fallait donc disposer de ressources internes capables d'apprendre continuellement et d'accompagner nos PME dans la durée, en maintenant leur niveau d'expertise à jour. Restait à déterminer quels profils recruter. Le réflexe habituel consiste à rechercher des ingénieurs ou d'anciens consultants issus des ESN. Nous avons pris une autre direction, en privilégiant des profils issus du *transaction services* (TS). Pourquoi ? Parce que la donnée est au cœur du sujet. Nous avons ainsi recruté deux personnes passées par Accuracy, spécialistes des chiffres et de l'analyse financière. Les grands modèles de langage, notamment Claude, sont relativement faciles à prendre en main, à condition d'y consacrer du temps. Mais la véritable difficulté réside dans la qualité des données, leur structuration et leur exploitation. Ces deux spécialistes interviennent désormais en continu dans nos sociétés en portefeuille. Les chantiers IA ne s'arrêtent jamais : ils progressent au fil des besoins, des expérimentations et de la montée en maturité des entreprises. L'internalisation présente également un avantage concurrentiel en tant qu'investisseur. Lorsqu'il

faut convaincre un dirigeant de nous rejoindre, nous pouvons venir dès les premières rencontres avec notre spécialiste de l'IA. Il ne se contente pas de lui promettre qu'un expert sera mobilisé ultérieurement : il se présente lui-même comme une personne capable de comprendre immédiatement ses problèmes et de proposer des pistes concrètes pour les résoudre. Comme nous intervenons dans des PME toutes confrontées à des problématiques similaires, nous pouvons nous appuyer sur des expériences déjà acquises en portefeuille. Lorsque le dirigeant comprend que nous avons identifié ses enjeux et que nous sommes en mesure de l'accompagner concrètement, cela change la nature de la discussion. Il ne voit plus seulement un investisseur, mais un partenaire capable de contribuer directement à la transformation de son entreprise. Il faut néanmoins rester humble. À mesure qu'une société gagne en maturité, que les premiers chantiers sont achevés et que ses besoins se complexifient, il devient nécessaire de recourir à des outils spécialisés et à des expertises externes. Des investissements en *CapEx* peuvent alors s'imposer. Mais pour l'acculturation et les premières mises en œuvre, après une phase d'expérimentation, notre conviction est claire : l'internalisation



constitue un levier particulièrement efficace.

MdA : C'est un peu le rôle des Operating Partners ?

Tanguy Tauzinat, Trajan : Un peu même s'ils n'ont pas nécessairement le titre d'associés. Nous avons besoin de personnes qui mettent véritablement "les mains dans le cambouis". Leur mission est d'intervenir de manière très opérationnelle au service des équipes de management au sein des sociétés du portefeuille, et non de participer à l'activité d'investissement. Nous avons ainsi deux personnes dédiées à ces sujets, sans que cela n'exclue le recours ponctuel à des conseils externes. Nous avons considéré que le build-up relevait avant tout de la responsabilité de l'équipe d'investissement : c'est notre métier d'identifier les sociétés susceptibles de constituer des plateformes et de les accompagner dans leur développement par croissance externe. En revanche, nous avons créé il y a trois ans une équipe Opérations. À l'époque, l'intelligence artificielle n'était évidemment pas au cœur de nos préoccupations. Leur mission consistait essentiellement à déployer des outils de pilotage et des ERP. Aujourd'hui, leur champ d'intervention a radicalement évolué : près de 90 % de leur activité

porte désormais sur le développement de solutions à l'aide de l'IA. Nous concevons ainsi des CRM et des solutions combinées à des ERP, à une vitesse absolument remarquable.

MdA : Frédéric, souhaitez-vous rebondir sur cette dimension opérationnelle ?

Frédéric Mimoun, IdiCo : Côté idiCo, nous travaillons depuis une dizaine d'années dans la stratégie Private Equity Small Cap que j'ai le plaisir d'animer, avec une trentaine d'Operating Partners. Ces derniers contribuent (i) à nous différencier par rapport à nos confrères aux yeux des Dirigeants quand ils ouvrent leur capital pour la première fois et surtout (ii) à accélérer la transformation et la structuration des PME que nous accompagnons. Dans ce climat incertain et particulièrement challenging doté de micro-cycles, à minima un voire trois Operating Partners sont présents au Board de nos participations. Ils ne se limitent toutefois pas à siéger dans les conseils d'administration : ils investissent également à nos côtés, en engageant leurs propres fonds, éventuellement avec un effet de levier. Leurs interventions sont encadrées par des contrats de prestations de services, rémunérés par les sociétés

accompagnées. Cette organisation peut faire une vraie différence dès le processus d'investissement, lorsque plusieurs fonds sont en concurrence. Je pense notamment à notre premier investissement du fonds de quatrième génération actuellement en fin de commercialisation. Dans le cadre d'un processus d'enchères particulièrement disputé, bien qu'en retrait sur le prix le plus élevé, le management nous a choisis pas seulement par le fit et notre fine compréhension, et notre expertise des enjeux de soft, mais aussi par l'accompagnement de nos Operating Partners : nous avons présenté deux operating partners capables d'accompagner concrètement la société dans sa transformation, avec une feuille de route précise. Le management s'est ainsi projeté à nos côtés simplement et spontanément dans le travail à accomplir avec eux. C'est précisément là que se joue la différenciation. Ainsi comment crée-t-on de la valeur aujourd'hui ? Simplement en revenant aux fondamentaux du métier du private equity : côté idiCo, présent depuis plus de 20 ans sur nos segments Private Equity et Private Debt, nous cultivons l'accompagnement en très forte proximité des équipes de management en étant très hands-on et en dotant les sociétés de moyens destinés à accélérer leur transformation.



Usuellement, nous structurons les opérations avec peu d'effet de levier afin de préserver également les marges de manœuvre des sociétés. Avec le management, on contribue à définir des plans à 100, 300 et 600 jours, à mobiliser les consultants sur les bons sujets et construire un partenariat gagnant-gagnant avec les équipes de management, avec un incentive financier motivant et applicable aux salariés de la société. Ainsi, 3-5 ans après les opérations primaires, quand le travail de transformation des PME est achevé, nous participons à alimenter le vivier des entreprises susceptibles de

rejoindre le mid-cap, où les capitaux restent abondants. Pour les fonds de small-cap, cette stratégie peut aussi permettre de générer des rendements relatifs supérieurs à ceux du mid-cap ou du large-cap, grâce à la combinaison de la création de valeur opérationnelle et, le cas échéant, d'une revalorisation des multiples. A titre d'exemple, notre millésime 3 (2020) est doté d'un DPI de 0.6x, soit deux à trois fois supérieur à la moyenne du marché. C'est de cette recette de création de valeurs éprouvée que notre fonds de 4ième génération en fin de commercialisation se conçoit : Forte visibilité des actifs

avec près de 50% de capitaux appelés sur 3 et bientôt 4 participations, très performantes et déjà revalorisées et ouvrant à des sorties prochaines potentiellement.

Tanguy Tauzinat, Trajan : Cela contribue aussi à relégitimer notre métier. Nous rencontrons régulièrement des dirigeants qui souhaitent vendre avant même d'avoir atteint l'âge auquel ils envisageaient initialement de passer la main, parce qu'ils se sentent démunis face aux transformations en cours, notamment celles liées à l'intelligence artificielle. Ils ont besoin de monétiser le travail de leur vie en vendant une part de leurs titres, bien sûr, mais ils ont aussi besoin d'une feuille de route. C'est précisément notre rôle en tant qu'actionnaires : les aider à définir cette trajectoire et à la mettre en œuvre. L'accompagnement doit être suffisamment opérationnel, et pas seulement reposer sur une vision stratégique trop générale. Il existe sans doute des différences entre les investisseurs, certains étant culturellement plus opérationnels que d'autres. Mais je trouve cette évolution vertueuse. Les difficultés actuelles nous ramènent à l'essentiel : nous rappeler pourquoi notre métier a été créé et ce que nous sommes censés apporter aux entreprises.

Rémi Berteloot, Bpifrance : On observe effectivement un renforcement des équipes opérationnelles au sein des sociétés de gestion. Lors de mon expérience au FEI, cette pratique existait déjà depuis plusieurs années sur le marché britannique, y compris dans le lower mid-market. Le marché anglo-saxon avait incontestablement une longueur d'avance en matière de maturité du private equity, et cela se retrouvait notamment dans les performances. Le sourcing en est un bon exemple. En Angleterre, certaines équipes étaient spécifiquement dédiées à cette activité : leurs membres passaient leurs journées au téléphone, réalisaient des analyses de marché,



identifiaient des cibles et contactaient les dirigeants pour les convaincre d'envisager des acquisitions. La gestion des opérations revenait ensuite aux équipes d'investissement, mais le travail de prospection était confié à des spécialistes. Ce modèle, déjà bien établi outre-Manche, s'est progressivement diffusé en France. Il traduit une professionnalisation croissante du métier et une volonté d'accélérer les processus, aussi bien dans l'identification des opportunités que dans leur exécution.

MdA : Benjamin, quel regard portez-vous sur l'effet de levier dans ce contexte ?

Benjamin Marché, Eversheds Sutherland : Dans le small-cap, les niveaux de levier restent globalement plus raisonnables que dans certaines opérations de plus grande taille. Le contexte actuel incite à davantage de discipline, même si les marges de financement se sont quelque peu resserrées et que les conditions de crédit demeurent un sujet important. Il faut surtout garder en tête que le niveau de dette disponible conditionne directement le prix que les acquéreurs peuvent proposer. Certains vendeurs continuent de raisonner à partir des multiples auxquels des actifs comparables ont été cédés quelques années auparavant, lorsque l'argent était beaucoup moins cher et que les niveaux de levier étaient sensiblement plus élevés. Or, les conditions ont changé. Un acquéreur peut considérer qu'une entreprise vaut un certain prix, mais ne pas être en mesure de le financer dans des conditions compatibles avec les objectifs de rendement de son fonds. Il ne suffit donc pas de vouloir payer davantage : encore faut-il pouvoir lever la dette nécessaire et préserver l'équilibre économique de l'opération. Nous rencontrons ainsi des dossiers dans lesquels les discussions s'enlisent pendant plusieurs mois, essentiellement en raison d'un désaccord sur le prix. Les vendeurs doivent intégrer que les



multiples observés dans le passé ne sont pas nécessairement reproductibles aujourd'hui. La discipline financière impose de rapprocher les ambitions de valorisation de la capacité réelle de financement.

MdA : Dans le financement de la croissance externe, les lignes destinées aux build-up sont-elles de plus en plus importantes ?

Benjamin Marché, Eversheds Sutherland : Dans les financements que nous structurons, nous prévoyons généralement plusieurs mécanismes. Il

peut d'abord y avoir une ligne dédiée aux investissements et aux acquisitions, dimensionnée dès l'origine en fonction d'un niveau de levier défini, que les banques acceptent de porter à leur bilan. Nous pouvons également prévoir une ligne supplémentaire, non engagée (*uncommitted*), mais dont les modalités sont prévues dans la documentation de financement. Elle n'est pas immédiatement mise à disposition et ne mobilise donc pas les mêmes engagements de crédit. En revanche, elle permet d'organiser à l'avance les discussions avec les prêteurs si les besoins de financement





augmentent. Si le business plan se déroule comme prévu et que les acquisitions réalisées justifient un financement supplémentaire, les parties ont ainsi une base de discussion. Les conditions restent à négocier : marge, commissions, montant et niveau de levier. Les prêteurs conservent naturellement leur pouvoir de décision. La documentation peut aussi prévoir la possibilité de faire entrer un nouvel acteur en dehors du pool bancaire initial, si celui-ci ne peut pas ou ne souhaite pas financer l'opération. Dans la pratique, cela reste toutefois difficile pour des tickets de petite taille : lorsqu'un pool existant ne suit pas, il n'est pas toujours évident de trouver un nouvel établissement prêt à intervenir pour un montant limité. L'enjeu est donc d'anticiper les besoins liés au build-up sans présumer que la dette sera systématiquement disponible. La capacité à financer la croissance externe dépendra toujours des performances de l'entreprise, du respect du business plan et du niveau d'endettement déjà atteint.

Rémi Berteloot, Bpifrance : Dans le small-cap, les niveaux de levier sont généralement plus modérés. Nous avons notamment réalisé une analyse portant sur près de 900 entreprises de notre portefeuille. L'un des enseignements est que l'endettement



reste inférieur à trois fois l'EBITDA dans les situations étudiées. C'est un point intéressant, notamment lorsqu'on compare les acquisitions primaires aux opérations secondaires. Dans une acquisition primaire, le vendeur n'est pas nécessairement guidé par un objectif de TRI lié à une précédente opération financière. Il peut donc être possible de négocier le prix davantage en fonction des fondamentaux de l'entreprise et de son potentiel de développement. Cela permet de construire une opération sur des bases plus raisonnables, avec un niveau de levier compatible avec les capacités de remboursement de la société et une création de valeur davantage portée par la croissance et l'amélioration opérationnelle.

MdA : Tanguy, chez Trajan, vous faites pas mal de build-ups il me semble ?

Tanguy Tazinat, Trajan : Le build-up fait clairement partie de notre stratégie de création de valeur. Sur les participations de notre premier fonds, toutes ont fait l'objet d'une stratégie de croissance externe, à une exception près : dans le secteur du parfum, nous avons beaucoup cherché, sans parvenir à concrétiser d'acquisition pendant notre période de détention. Sur les autres sociétés, nous avons réalisé en



moyenne deux acquisitions, voire davantage. Pour nous, le build-up répond à trois objectifs. Le premier est d'atteindre une taille critique : plus une entreprise est grande, plus elle dispose de moyens pour résister aux aléas. Le deuxième est de diversifier ses implantations géographiques. Dans un environnement incertain, mieux vaut ne pas dépendre uniquement du marché français, qui n'est pas nécessairement le plus porteur aujourd'hui. Enfin, la croissance externe permet d'enrichir l'offre de produits ou de services et de diversifier les sources de revenus. Lorsqu'une PME fait face à l'incertitude, l'une des meilleures réponses reste de diversifier autant que possible. Or, la taille facilite cette diversification. Le build-up est parfois présenté comme une opération essentiellement financière. Il l'est en partie, bien sûr, mais il constitue aussi un puissant levier pour accélérer la diversification et renforcer la résilience d'une entreprise. C'est en cela qu'il est particulièrement vertueux.

Fabrice Huglin, Nexia SA : La diversification est effectivement un enjeu majeur pour les PME. Certaines restent très dépendantes d'un nombre limité de clients, parfois cinq seulement. La diversification géographique est également essentielle, notamment lorsqu'elle permet de



s'implanter sur des marchés plus porteurs, comme l'Espagne ou l'Italie actuellement.

MdA : Jacques-Henri, au-delà de la création de valeur, le build-up soulève également la question de l'intéressement des managers. Mais avant cela, où en est le marché ?

Jacques-Henri Hacquin, NeoFin Group : Les chiffres disponibles doivent être interprétés avec prudence. Les données publiées dans la presse professionnelle font état de 216 build-up au premier semestre 2026. Au 1er octobre 2026, 119 opérations supplémentaires auraient déjà été recensées au second semestre. Au-delà de la fiabilité des statistiques, une tendance se dessine : la communication autour du build-up s'intensifie. Une partie de la hausse tient aussi au classement : ces opérations ne sont isolées dans les bases que depuis 2025. Les investisseurs mettent davantage en avant cette stratégie, qui permet de différencier leur approche et de démontrer leur capacité à accompagner la croissance. On peut distinguer plusieurs moteurs à la croissance externe : conquérir de nouveaux territoires, gagner des parts de marché en rachetant des concurrents, se diversifier vers de nouvelles activités ou renforcer son positionnement



pour accélérer son développement à l'international. Le mécanisme est aussi arithmétique : selon France Invest/EY, les sociétés de moins de 50 M€ de valeur d'entreprise se vendent en moyenne autour de 7x l'EBITDA, contre plus de 10x entre 50 et 200 M€. Le build-up sert à changer de catégorie.

Tanguy Tazinat, Trajan : Il faut ajouter un autre avantage, particulièrement important dans le cadre d'un LBO. Pour un fonds mid-cap, qui ne peut pas compter uniquement sur la croissance du PIB français pour créer de la valeur, la capacité d'une entreprise à réaliser des acquisitions constitue une véritable perspective de développement. Démontrer qu'une société maîtrise la croissance externe ouvre une nouvelle voie de création de valeur et peut rendre l'actif plus attractif pour un investisseur.

Fabrice Huglin, Nexia SA : Il ne faut pas non plus sous-estimer les synergies. Le rapprochement de plusieurs entreprises permet de mutualiser des locaux, des fonctions marketing ou des équipes de management. Ces économies et ces gains d'efficacité peuvent créer de la valeur, à condition de réussir l'intégration. C'est tout l'enjeu : il ne suffit pas d'acheter une entreprise, encore faut-il préserver ce qui fait

sa valeur et tirer le meilleur des deux organisations. Les fonds travaillent de plus en plus étroitement avec les dirigeants sur ces sujets. Une phase d'observation est souvent nécessaire avant de lancer les transformations. Les synergies sont bien réelles, mais elles ne se concrétisent pas automatiquement.

MdA : Revenons à l'intéressement des managers dans les opérations de build-up. Les mécanismes de management package sont-ils devenus plus difficiles à calibrer ?

Jacques-Henri Hacquin, NeoFin Group : Nous constatons une évolution des conditions d'intéressement des équipes de management. Sur les opérations que nous suivons, le multiple de départ associé aux packages aurait diminué, passant d'environ 2 à 1,60 en moyenne. Précisons qu'il s'agit du seuil de déclenchement du partage de la plus-value : 2,0x contre 1,8x en médiane. Dans le même temps, la part rendue aux managers au premier palier est d'environ 9 %, contre 14 % en moyenne les années précédentes. Il faut également tenir compte de l'évolution des rendements attendus : lorsque les mécanismes de levier jouent plus tôt, la rémunération potentielle peut être inférieure aux anticipations initiales. La fiscalité a aussi changé la donne. Depuis 2025,

le régime issu de la loi de finances encadre notamment la plus-value réalisée par les managers en fonction de la performance de l'investissement, avec un seuil de référence de trois fois cette performance. Nous constatons que ce seuil est dépassé dans une part significative des opérations d'investissement en capital, ce qui rend le sujet particulièrement concret. Pour une société qui multiplie sa valeur par 2,5, plus d'un plan récent sur deux dépasserait ce plafond dans notre échantillon. La conséquence est importante : la question ne se pose plus seulement à la sortie, mais dès l'entrée au capital. Les conseils des managers doivent anticiper les conséquences fiscales de leur investissement et simuler différents scénarios. Une valorisation d'entrée apparemment attractive peut, dans certaines configurations, conduire à une performance telle que le traitement fiscal du gain devient un sujet central. Cette réflexion influence déjà les pratiques. Certains investisseurs évitent désormais de chercher systématiquement à réduire la valorisation d'entrée pour limiter le coût immédiat d'un management package. Une valorisation artificiellement basse peut se transformer en cadeau empoisonné pour les managers au moment de la sortie. Cette évolution est perceptible depuis un an à un an et demi. Elle ne vient pas uniquement des conseils : les investisseurs eux-mêmes ont gagné en maturité sur le sujet. L'objectif est d'éviter les mauvaises surprises et de construire un dispositif d'intéressement cohérent dès le départ.

MdA : Les fonds de continuation peuvent-ils également avoir un impact sur ces mécanismes ?

Jacques-Henri Hacquin, NeoFin Group : Oui, notamment en raison des effets de levier associés à certaines opérations. Les ajustements apportés par la loi de finances pour 2026 ont toutefois modifié la manière de prendre en compte certains refinancements et éléments de dette dans le calcul de la performance. L'objectif est notamment

de limiter les effets d'aubaine qui pouvaient résulter de certaines configurations. Les dividendes et remboursements perçus viennent aussi réduire le plafond. Sur ce point, les évolutions réglementaires ont donc conduit à revoir certains mécanismes. Il faudra suivre les prochaines évolutions législatives, mais le sujet est désormais bien identifié par les professionnels.

MdA : Que nous disent les derniers chiffres sur le marché du LBO ?

Jacques-Henri Hacquin, NeoFin Group : Au 1er octobre 2026, environ 80 LBO auraient été publiés au second semestre. À titre de comparaison, le marché en compte habituellement autour de 200 par semestre. Il faut naturellement tenir compte des opérations qui ne sont pas rendues publiques, mais la tendance semble orientée à la baisse. Précision sur la lecture : ce chiffre porte sur un semestre en cours, soit environ un trimestre. Sur les trois semestres précédents, on en comptait 184, 207 et 190 : le rythme actuel, de l'ordre de 80 par trimestre contre une centaine attendue, est donc légèrement en retrait, sans rupture.

MdA : Dans le même temps, les stratégies de consolidation se poursuivent dans certains secteurs. L'expertise comptable en est un bon exemple.

Fabrice Huglin, Nexia SA : L'expertise comptable est un marché extrêmement atomisé, qui se prête naturellement à la consolidation. Les opérations de croissance externe permettent d'atteindre une taille critique et de faire évoluer le modèle économique des cabinets. Il s'agit notamment de rééquilibrer les activités : réaliser moins de missions traditionnelles de tenue comptable en les automatisant et de développer davantage le conseil aux entreprises qui offre des marges plus élevées avec des services à valeur ajoutée. Mais cette transformation ne se décrète pas. Elle suppose de faire évoluer les organisations,

les compétences et la politique commerciale. L'environnement actuel renforce cette nécessité. L'intelligence artificielle va profondément transformer nos métiers. Nous devons gagner en productivité, mais aussi investir dans de nouveaux outils et répercuter, d'une manière ou d'une autre, ces coûts sur nos clients. Le modèle traditionnel, fondé sur un taux horaire multiplié par un nombre d'heures, montre ainsi ses limites. Nous allons devoir davantage valoriser le service rendu et la valeur créée pour le client. C'est un changement de modèle économique qui concerne l'ensemble de notre secteur.

Benjamin Marché, Eversheds Sutherland : C'est également un enjeu majeur pour les professions juridiques. L'IA peut permettre d'automatiser certaines tâches, notamment dans l'analyse documentaire ou le traitement de volumes importants de contrats de crédit. Mais il existe un seuil au-delà duquel la question de la responsabilité devient essentielle. Nous ne pouvons pas nous contenter de considérer qu'un outil comme Harvey a produit une réponse satisfaisante et lui faire confiance sans vérification. En dernier ressort, la responsabilité du travail rendu reste celle du professionnel.

Fabrice Huglin, Nexia SA : Nous rencontrons la même difficulté. Les entreprises commencent à utiliser les outils d'IA sans toujours en retirer les bénéfices attendus. Les gains de productivité ne sont pas encore systématiques et au rendez-vous, notamment parce que cette transformation nécessite de contrôler et de sécuriser les processus et les résultats. Une fois cette étape franchie, l'enjeu consiste à intégrer ces technologies dans les organisations sans dégrader la qualité du service ni augmenter les risques. Nous finirons par trouver le bon équilibre, mais cette transformation demande du temps.

MdA : Philippe, pour conclure, comment choisir son fonds ? Quels



sont les critères qui permettent de distinguer un investisseur avec lequel on a envie de travailler d'un autre ?

Philippe Almouzni, Opportunity : Il existe autant de façons de travailler que de fonds. L'essentiel est donc de comprendre la relation que l'on peut construire avec son investisseur et de se sentir à l'aise dans les échanges. Les discussions préalables à une opération sont des moments particulièrement importants. En tant que dirigeants, nous devons expliquer clairement le contexte de l'entreprise et donner au fonds une visibilité maximale sur ses enjeux. En retour, il faut comprendre comment l'investisseur envisage d'accompagner le développement de l'activité au cours des cinq prochaines années. Les approches peuvent être très différentes. Certains fonds ont déjà étudié le secteur, identifié les opportunités de consolidation et construit une véritable feuille de route. Ils savent précisément ce qu'ils attendent de l'entreprise. Je pense notamment à une expérience avec PSG Equity. L'objectif était de faire passer une société réalisant 40 M€ de chiffre d'affaires à 100 M€ en cinq ans. Au bout de cinq ans, elle atteignait 120 M€, après avoir réalisé 14 acquisitions. Cette ambition était clairement définie dès le départ. C'est à la fois stimulant

et exigeant : le fonds vous embarque dans une trajectoire de croissance déjà largement dessinée, et il faut être prêt à la suivre. Le point essentiel est de comprendre la trajectoire proposée, de vérifier qu'elle correspond à ses propres ambitions et de pouvoir exprimer ses réserves avant de s'engager. D'autres investisseurs cherchent davantage à comprendre comment vous travaillez, quelles sont vos attentes, ce que vous avez déjà accompli et ce que vous êtes capable de réaliser. Ils construisent davantage leur approche avec le management. Il n'y a pas nécessairement une bonne ou une mauvaise méthode. Au fond, il faut que les planètes soient alignées : les objectifs du fonds, ceux du management et les moyens mis en œuvre pour les atteindre.

Fabrice Huglin, Nexia SA : Dans les PME, il reste souvent des leviers de création de valeur très classiques, mais encore insuffisamment exploités. La politique tarifaire en est un bon exemple. Lorsque le coût des marchandises et de l'énergie ont augmenté, les entreprises ont réussi à répercuter les hausses de prix sur leurs prix de vente et ainsi à reconsolider les niveaux de marge. Pourtant, beaucoup de dirigeants actualisent insuffisamment leurs tarifs. Il existe également des marges

de manœuvre sur les achats, le besoin en fonds de roulement et, plus généralement, la gestion opérationnelle. Ces sujets peuvent paraître traditionnels, mais ils restent déterminants pour améliorer la rentabilité. Le contexte actuel impose aussi de regarder attentivement les conditions d'acquisition. Sur les actifs les plus recherchés, les investisseurs restent prêts à payer des multiples élevés. À l'inverse, les dossiers moins attractifs donnent davantage de place à la négociation. La valeur peut alors se construire autrement : un prix d'entrée plus raisonnable, des mécanismes d'earn-out ou des ajustements de prix permettent de mieux répartir le risque entre vendeur et acquéreur. Le marché reste donc très contrasté. D'un côté, les actifs premium, récurrents et positionnés sur des secteurs porteurs continuent d'attirer les capitaux. De l'autre, les dossiers plus complexes nécessitent un véritable travail d'investissement, de transformation et d'accompagnement. C'est précisément dans ces situations que les fonds peuvent faire la différence. Plutôt que de se battre systématiquement sur les actifs les plus convoités, ils doivent aussi savoir identifier les opportunités moins disputées, dans lesquelles leur capacité à transformer l'entreprise permettra de créer de la valeur. ■