

# NextStep

LE MAGAZINE DE LA CROISSANCE DES ENTREPRISES - JUILLET 2024 N°19

PRIVATE EQUITY

**QUAND L'EUROPE**

IRRIGUE LES ENTREPRISES  
FRANÇAISES

M&A

**PREMIÈRE ACQUISITION**

EN EUROPE, UN LONG FLEUVE  
PAS SI TRANQUILLE

RESTRUCTURING

**VERS UN NOUVEL ÉQUILIBRE**

ENTRE CRÉANCIERS  
ET ACTIONNAIRES ?



[ BÉATRICE KOSOWSKI, PRÉSIDENTE D'IBM FRANCE

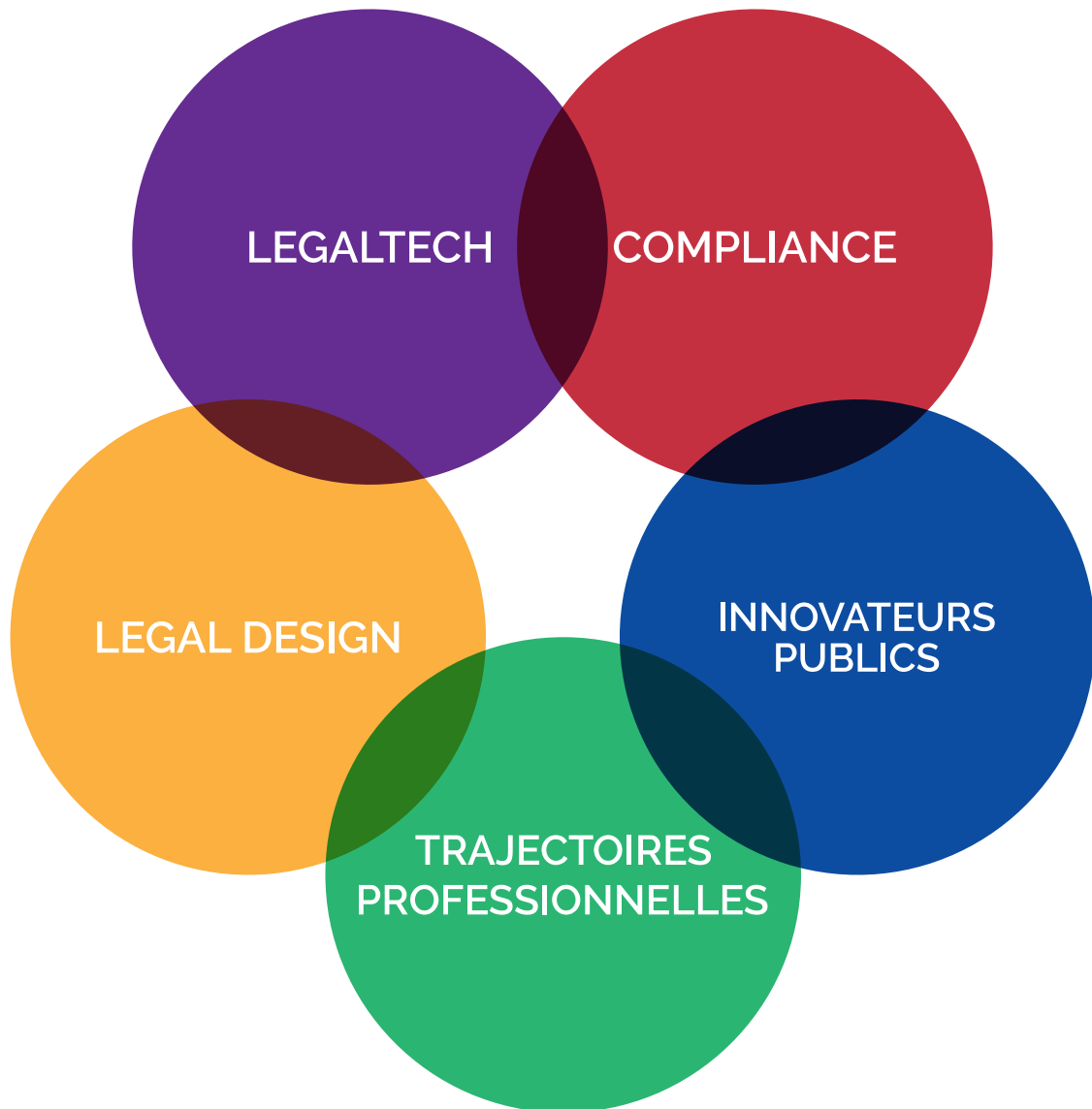
« NOUS ACCÉLÉRONS **NOS**  
**INVESTISSEMENTS EN FRANCE** »



les rendez-vous  
**TRANSFORMATIONS**  
du **DROIT**  
26/27 nov 2024 | PARIS

**INSCRIPTIONS  
OUVERTES !**

**LE 8<sup>ÈME</sup> RENDEZ-VOUS ANNUEL  
POUR REPENSER L'ÉCOSYSTÈME DU DROIT**



[www.transformations-droit.com](http://www.transformations-droit.com)

**Organisateurs**



**Parmi les TopSponsors déjà annoncés**



# GOUVERNER

« *Je décide, il exécute.* » C'est par cette expression cinglante qu'ont été résumés les liens entre le président Chirac et son ministre des Finances de l'époque, Nicolas Sarkozy. Une relation très hiérarchique, et dans laquelle il n'était pas fait mystère de la conception du fonctionnement du pouvoir sous la V<sup>e</sup> République. Vingt ans après, les générations ont passé mais, manifestement, les pratiques demeurent semblables, et le président Macron fait preuve d'une approche qualifiée de jupitérienne de la fonction présidentielle. Est-elle encore adaptée aux attentes des citoyens ? Au regard des résultats aux élections législatives, les Français semblent aujourd'hui préférer la voie de la démocratie de **CONSENSUS**, avec des compromis entre coalitions.

Cette nouvelle approche du pouvoir se pose dans le même sens au sein des grandes entreprises.

En France, alors que la séparation des fonctions est aujourd'hui largement reconnue comme étant une bonne pratique en matière de gouvernance et est désormais appliquée par deux tiers des sociétés du **CAC 40**, plusieurs PDG freinent encore à partager le **POUVOIR** avec un binôme. Ainsi en

est-il chez EssilorLuxottica ou encore chez Publicis. Une résolution tendant à la dissociation des pouvoirs au sein du groupe TotalEnergies a ainsi été balayée il y a quelques semaines par le conseil d'administration, laissant Patrick Pouyanné seul maître en son royaume. Tant que les **RÉSULTATS FINANCIERS** des groupes demeureront solides, leur gouvernance ne sera pas remise en cause.

En France, contrairement aux États-Unis, la recevabilité des résolutions pour les assemblées générales relève du seul pouvoir du **CONSEIL D'ADMINISTRATION**. Et jusqu'à présent, les calendriers des recours en justice contre les décisions de refus ne permettaient pas de réinscrire à l'ordre du jour de l'AG une résolution rejetée par le conseil. Mais la proposition de loi visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France, qui entend renforcer les **DROITS** des actionnaires minoritaires des sociétés anonymes, pourrait changer la donne en instaurant une procédure accélérée pour examiner de tels recours. Elle aurait alors pour conséquence une reconfiguration du pouvoir en 2025 et, en tout cas, de nouveaux **RAPPORTS DE FORCE** entre émetteurs et actionnaires.

[ONDINE DELAUNAY]

## NextStep LE MAGAZINE DE LA CROISSANCE DES ENTREPRISES

Édité par Juristes d'affaires et décideurs,

Siège social :  
23 rue Dupont-des-Loges 57000 Metz.  
SAS au capital de 1000 euros  
RCS Metz B 823 067 483.  
Dépôt légal : à parution.  
ISSN : 2678-0461.

Président, directeur de la publication :  
François Grandidier.

Rédactrice en chef :  
Ondine Delaunay.

Directrice de clientèle :  
Laure Dolige.



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

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

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



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





© CLAIRE DEM



## AU SOMMAIRE N°19 - JUILLET 2024

### [entretien

**06 BÉATRICE KOSOWSKI,  
PRÉSIDENTE D'IBM FRANCE**  
« Nous accélérons nos  
investissements en France »

### [gouvernance

**10 FOCUS**  
Chez RIOU Glass, plus seulement  
une histoire de famille

**12 ÉCLAIRAGE**  
Société européenne :  
quel bilan après 20 ans ?

**14 TRIBUNE**  
Gouvernance et compliance

### [private equity

**16 FOCUS**  
Groupe RG sécurise  
une belle croissance

**18 INTERVIEW CROISÉE**  
Management packages :  
la vigilance est de mise

**20 ÉCLAIRAGE**  
Quand l'Europe irrigue  
les entreprises françaises





© IGOR LUBINETSKY

## [m&a

### 22 INTERVIEW CROISÉE

Le private equity résiste sur le midmarket européen et américain

### 24 TABLE RONDE

Préparer l'entreprise à l'ouverture de son capital

### 36 FOCUS

Chez Lectra, le M&A est plus que jamais à la mode

### 38 INTERVIEW CROISÉE

PME-ETI : le choc de simplification boursier

### 40 ÉCLAIRAGE

Première acquisition en Europe, un long fleuve pas si tranquille

### 42 INTERVIEW CROISÉE

Menix se déleste par carve-out successifs

## [restructuring

### 46 FOCUS

Dunlopillo sort de sa léthargie

### 48 ÉCLAIRAGE

Vers un nouvel équilibre entre créanciers et actionnaires ?



**ELLE EST  
COMME ÇA...**

**UNE FIERTÉ ?**

*Mes deux filles  
dont je suis  
très proche.*

**UN ÉCHEC ?**

*À l'âge de 20 ans,  
j'ai monté une  
société que j'ai  
dirigée pendant  
six ans, avant  
de faire faillite.  
J'ai su rebondir  
grâce aux conseils  
et à la main  
tendue du  
fondateur des  
laboratoires  
Esthederm.*

**UN PROJET ?**

*Passer plus  
de temps en Corse  
à peindre.*



**ALORS QU'IBM S'APPRÊTE À FÊTER LES 110 ANS** de sa présence en France, Béatrice Kosowski, sa présidente, a présenté à la rédaction de NextStep les ambitions du groupe pour les prochaines années.

# « Nous accélérerons nos investissements en France »

## En quoi la France constitue-t-elle un pays stratégique pour le groupe ?

IBM France a été la première filiale créée par le groupe en dehors des États-Unis, avec une vocation de couverture européenne. Elle est la seule entreprise du secteur de l'informatique à connaître une telle longévité et sait se repositionner pour affronter les défis de ce nouveau siècle, dans une logique de choix de moyen et long termes. La France a toujours été perçue comme un pays intéressant pour le groupe, car elle abrite de grands donneurs d'ordre, ne serait-ce que parmi le CAC 40. L'écosystème est en outre extrêmement riche. J'en veux pour preuve les récents partenariats que nous avons signés avec Mistral en matière d'IA, mais également Pasqal dans le quantique, ou avec OVH, qui témoignent de cette reconnaissance de cet investissement français dans la tech. Sur certains types de compétences, comme dans les mathématiques ou dans la physique, force est de reconnaître que la France a également une véritable avance. Notre groupe le remarque et y participe à travers le développement de compétences locales et l'investissement de 5,7 % de notre masse salariale en formation. IBM France est aujourd'hui un acteur très engagé dans la contribution à l'éducation dans les universités et les écoles. J'ajoute que notre ancrage régional est historiquement marqué. L'an dernier, nous avons par exemple fêté les 100 ans de notre implantation à Lille. Bien sûr, la France est très exigeante sur le sujet de la souveraineté, mais c'est très stimulant pour un acteur international comme IBM. Notre défi quotidien est de parvenir à créer des modèles de confiance et de coopération avec nos partenaires et clients locaux.

## À l'occasion du sommet Choose France en mai dernier, vous avez annoncé un investissement massif dans la recherche. Pouvez-vous le détailler ?

Le groupe a été très impressionné par la démarche de ce sommet visant à présenter la dimension attractive du pays à des investisseurs internationaux. En 2019, IBM France s'était engagée, d'ailleurs à l'occasion de Choose France, à s'installer à Saclay. L'inauguration a eu lieu juste après la pandémie, en 2021. Ce laboratoire est une composante importante de notre activité

R&D, avec des chercheurs et des partenaires centrés sur l'IA. Aujourd'hui, le groupe est fier que ses équipes développent une partie de sa plateforme mondiale d'IA générative, baptisée Watsonx, depuis la France à Saclay et Biot. Au mois de mai dernier, nous avons annoncé l'extension des missions de ce laboratoire vers le quantique. Il me faut préciser que nous ne démarrons pas nos activités sur ce quantique en France. Dès 2018, nous avons établi un partenariat avec l'université de Montpellier pour y créer un hub quantique. Il constitue aujourd'hui le support mondial de notre plateforme de développement dans le quantique, baptisée Qiskit, qui est en open source. Pour accélérer l'appropriation de cet univers, nous avons décidé d'accroître nos investissements en créant 50 postes de chercheurs et d'ingénieurs à Saclay pour étendre certains projets de recherche notamment dans le domaine du middleware du quantique, et pour développer les cas d'usage en collaboration avec nos clients et nos partenaires.

## Comment IBM France collabore-t-elle avec l'écosystème local pour stimuler l'innovation ?

IBM a orienté sa stratégie vers l'écosystème local. Une partie importante de notre chiffre d'affaires passe ou est influencé par des partenaires, des revendeurs, ou des alliances stratégiques. Nous avons ainsi référencé 1470 partenaires en France pour créer de la valeur chez nos clients. Nous travaillons tous pour que nos technologies apportent des solutions chez les éditeurs de logiciels. Par exemple SAP, Adobe, Salesforce, ServiceNow, ont développé leurs propres solutions dans lesquelles IBM apporte de l'IA générative, à travers Watsonx, pour augmenter leurs technologies. Je suis très consciente que les clients ont des attentes légitimes, pour avoir à leur disposition un niveau de profondeur technique important. C'est normal car la complexité technique a augmenté. Il est donc essentiel de collaborer avec une communauté technique au service de notre écosystème. IBM n'hésite pas à faire des expérimentations avec ses clients, le principe est de tester nos technologies sur un cas d'usage concret. Par exemple, avec la start-up française Ivès, spécialisée dans le langage des signes, et Sopra Steria, nous venons d'annoncer le



## QUELQUES CHIFFRES CLÉS

**62 MDS\$,**

le chiffre d'affaires mondial du groupe en 2023

**15 JUILLET  
1914,**

implantation d'IBM en France

**20**

sites répartis dans l'Hexagone

**1 470**

partenaires locaux

**3<sup>E</sup>**

employeur français parmi les entreprises de l'IT qui ne sont pas de capitaux français

premier signbot permettant à une personne sourde ou malentendante de pouvoir interagir.

### **Fin 2023, vous aviez annoncé que l'IA devrait porter la croissance de l'entreprise en 2024. Quel bilan pouvez-vous tirer à la moitié de l'année ?**

Cette année, nous prévoyons que davantage de clients passeront de l'expérimentation au déploiement de l'IA à l'échelle pour dégager de la productivité. Chaque trimestre, nous gagnons de nouveaux clients, élargissons nos partenariats et lançons des innovations. Depuis le début, notre carnet d'affaires lié à Watsonx et à l'IA générative est supérieur à 1 milliard de dollars au niveau mondial, et en France, nous avons dépassé la cible que nous nous étions fixée au premier semestre 2024. Mais l'Europe et la France ont un peu de retard, par rapport aux Américains, quant à l'adoption de l'IA. On en parle beaucoup, mais surtout d'un point de vue expérimental. Aujourd'hui, les freins à l'adoption sont de plusieurs natures. D'abord le business case du projet a souvent un ROI incertain. C'est pourquoi nous militons pour des modèles de fondation qui soient petits et très ciblés, avec le même niveau d'efficacité. Nous avons récemment annoncé la création d'InstructLab, une solution en open source, pour entraîner et enrichir un modèle sans avoir à repartir à zéro. Au-delà de la pertinence du cas d'usage, il est essentiel de travailler la performance du modèle et les inducteurs de coûts. Autre frein : la qualité des données demeure trop faible. Dès lors, le deuxième modèle de Watsonx se concentre sur l'architecture de la donnée avec des solutions adaptées pour accélérer cette partie. Enfin, la confiance manque dans la façon de gérer les risques associés. Face à l'entrée en vigueur de l'IA Act, cette notion de protection de la réputation et du PNL de l'entreprise est essentielle. Le troisième volet de Watsonx se concentre d'ailleurs entièrement à cette question et permet de construire une tour de contrôle de l'entreprise pour se prémunir de tous ses risques. Face à la complexité de ces architectures hybrides cloud et multicloud et de l'IA générative, sont tout de même prévues 1 milliard de nouvelles applications dans les 5 ans. Elles ne pourront fonctionner que si on accepte l'automatisation en se dotant de solutions permettant d'observer les infrastructures, les applications, les ressources à optimiser... La poussée de l'IA va conduire à une demande très forte dans toutes les thématiques d'automatisation.

### **Quelles sont vos priorités, en France, pour les cinq prochaines années ?**

D'abord, cultiver la satisfaction de nos clients, de nos partenaires et bien sûr de nos collaborateurs. IBM est le deuxième employeur préféré des jeunes diplômés de la tech, nous souhaitons continuer à créer ce bien-être et à nous améliorer chaque jour un peu plus. Les thématiques de travail vont de pair avec cette recherche de satisfaction : nous allons continuer à aider nos clients à transformer

leur architecture multi-cloud, les assister sur leur adoption de l'IA et leur travail à faire sur la data en s'appuyant sur l'automatisation. Nous préparons par ailleurs l'avenir, avec le développement quantique. Dans cinq ans, nous aurons déjà passé des caps importants en la matière. À la vitesse à laquelle les compétences deviennent obsolètes, c'est un effort extrêmement soutenu pour nous et qui justifie nos investissements massifs dans la R&D. Cette dynamique va de pair avec nos travaux de diversité et d'inclusion sur lesquels je m'engage au quotidien.

### **Comment l'entreprise intègre-t-elle des pratiques durables et responsables dans ses activités et son organisation ?**

IBM a déclaré sa neutralité carbone à 2030. Nous travaillons cet objectif sur tous les fronts : les data center, le recyclage absolu, le design, le matériel. Je rappelle que nos premiers rapports sur l'environnement remontent à plus de 50 ans. IBM veille donc depuis longtemps à faire preuve de transparence sur ses efforts et sa responsabilité environnementale. Les solutions technologiques sont par ailleurs d'une grande aide pour réduire l'empreinte environnementale, notamment avec l'IA générative que l'on a mis dans la solution Envizi ESG visant à mesurer les progrès des entreprises en la matière et qui permet aujourd'hui d'être beaucoup plus fiable dans ses communications sur le scope 3. La précision de ses données est un vecteur de confiance. La dimension sociétale n'est bien sûr pas négligée par IBM France. Notre comex, tout d'abord, est à parité et ce depuis longtemps. Nous avons été la première entreprise française à signer un accord d'entreprise sur le handicap. Notre taux d'emploi de travailleurs handicapés est aujourd'hui de 7,7 %. Nous surveillons de près l'évolution de leurs compétences et leurs opportunités de carrière, nous mettons même en place du mentoring pour les accompagner dans leur développement.

### **Comment appréhendez-vous les changements à venir induits par l'adoption de l'IA Act ?**

IBM a beaucoup participé aux travaux de l'IA Act. Il va bien sûr falloir être vigilants sur l'implémentation, mais nous sommes favorables à cette notion de stratification par type de risques. Nous avons mené récemment une étude auprès des CEO européens, qui révèle que 57 % d'entre eux pensent que le cadre réglementaire va les encourager à augmenter leurs investissements dans l'IA générative. Et 81 % vont maintenir ou accélérer la vitesse à laquelle leur organisation va adopter l'IA générative. Les entreprises ont donc conscience des risques qu'elles encourent, notamment sur leurs données, face au développement de ces nouvelles technologies. C'est pourquoi nous travaillons avec nos clients pour les accompagner sur ces sujets et les rendre confiants pour la suite.

[ ONDINE DELAUNAY

# 09 Governance

15 %

**DES PDG MONDIAUX** QUI ONT QUITTÉ LEUR POSTE AU PREMIER TRIMESTRE 2024, L'ONT FAIT APRÈS MOINS DE DEUX ANS DE MANDAT (DEPUIS 2019, LA MOYENNE ÉTAIT DE 9,6 %).

SOURCE : RUSSELL REYNOLDS

147

**CAMPAGNES ACTIVISTES RELEVÉES** DANS LE MONDE DURANT LES SIX PREMIERS MOIS DE L'ANNÉE (+ 29 %).

SOURCE : LAZARD

24 %

**DES CAMPAGNES** ONT ÉTÉ ENREGISTRÉES EN EUROPE (17 % EN 2022) DONT 6 EN FRANCE.

SOURCE : LAZARD





# CHEZ RIOU GLASS, PLUS SEULEMENT UNE HISTOIRE DE FAMILLE

*Spécialisée dans la fabrication et la transformation du verre plat, l'ETI familiale RIOU Glass a vu la deuxième génération reprendre le flambeau il y a deux ans. Une transmission qui a donné lieu à une évolution de la gouvernance de la société normande fondée en 1979, notamment marquée par le succès en début d'année d'une opération inaugurale d'actionnariat salarié.*



↳ Christine Riou Feron,  
présidente de RIOU Glass

## RENDRE CHAQUE COLLABORATEUR PLEINEMENT ACTEUR DE LA RÉUSSITE DE L'ENTREPRISE,

tout en redonnant du sens au travail et en promouvant un partage plus vertueux de la valeur créée. Animée par ces différents objectifs, l'ETI familiale RIOU Glass a écrit une nouvelle page de son histoire presque cinquantenaire en finalisant, en mars dernier, sa première campagne d'actionnariat salarié. Une opération mûrie de longue date et chère à Christine Riou Feron, la présidente de ce groupe normand spécialisé dans la transformation de vitrages isolants à hautes performances énergétiques et environnementales. Elle explique : « Considérant que nous sommes un collectif et que chacun amène sa compétence, j'avais pris cet engagement, au moment de ma prise de fonction en avril 2022, d'offrir à chacun l'opportunité de devenir propriétaire de son outil de travail dans une démarche, notamment, de transmission aux générations futures. C'est pourquoi je me réjouis de voir nos 1 000 salariés détenir, aujourd'hui, près de 4 % du capital de RIOU Glass. »

## Le tournant de la pandémie de Covid-19

La thématique « transmission » est, du reste, au cœur du développement récent



de l'entreprise basée à Honfleur, dans le Calvados. Fondée en 1979 par Christiane et Pierre Riou, celle-ci a en effet vu la deuxième génération, composée des deux enfants Christine et Nicolas, reprendre le flambeau en mai 2022. Comme dans un grand nombre de sociétés familiales, la perspective de ce passage de relais sera longtemps restée une problématique taboue. « *Nos partenaires bancaires nous interrogeaient parfois à ce sujet, mais mon père s'est longtemps refusé à parler de succession* », témoigne Christine Riou Feron, qui avait rejoint la société en 2011. Mais les bouleversements induits début 2020 par la pandémie de coronavirus feront office d'électrochoc. « *Alors qu'il nous avait fallu tout gérer en mode dégradé et digital, mon père a pris conscience de l'importance d'organiser l'"après", ne serait-ce que pour assurer la pérennité de l'entreprise en cas d'accident* », poursuit la dirigeante.

### Une transmission transgénérationnelle

Le processus de transmission ainsi enclenché, Christine Riou Feron et son frère ont souhaité faire d'une pierre, deux coups. « *Dans la mesure où nous projetions de mettre en œuvre un plan de développement ambitieux, mêlant croissances organique et externe, nous avons voulu en profiter pour ouvrir le capital à un fonds d'investissement.* » À l'issue de rencontres avec une dizaine de candidats aux profils variés, la fratrie a rapidement jeté son dévolu sur For Talents, une société d'investissement de capitaux familiaux au modèle singulier (voir encadré), dont elle avait croisé le fondateur quelques années auparavant. Au terme des négociations bouclées il y a deux ans, et avant le lancement du plan d'actionnariat salarié, Christine Riou Feron – qui a pris la direction du groupe industriel et la présidence du conseil d'administration nouvellement constitué – et Nicolas Riou – qui a été nommé administrateur – sont devenus actionnaires majoritaires de RIOU Glass. De son côté, For Talents a acquis environ 20 % des parts, tandis que les cinq petits-enfants des fondateurs se partageaient le reliquat du capital.

### Le poids des salariés appelé à grossir

Dans la foulée du changement de contrôle, le spécialiste dans la fabrication et la transformation de verre plat a rapidement fait évoluer ses instances de gouvernance, en commençant par transformer le directoire existant, composé exclusivement de membres de la famille, en conseil d'administration où siègent deux représentants de For Talents et un administrateur indépendant. Puis, avec l'entrée récente des collaborateurs au capital du groupe, ces derniers viennent d'élire leur représentant, qui assistera aux

### CHIFFRES CLÉS

- ▼ 1979 : création de l'entreprise
- ▼ 280 M€ de chiffre d'affaires en 2023-2024
- ▼ 100 000 tonnes de verre plat fabriquées et transformées chaque année
- ▼ 17 sites industriels, dont un en Italie
- ▼ 1 000 collaborateurs

futures assemblées générales. Même si la mise en place du plan d'actionnariat salarié a posé de nombreux défis juridiques et financiers, la direction de RIOU Glass, qui travaille aujourd'hui sur les grandes lignes de son prochain plan stratégique à horizon 2030, n'entend pas s'arrêter en si bon chemin. « *Nous réfléchissons au niveau de participation que nos collaborateurs pourraient être amenés à détenir dans les années qui viennent* », prévient Christine Riou Feron, qui envisage une deuxième opération de ce type dans quelques années, probablement au moment de la sortie de For Talents.

### Plusieurs acquisitions récentes, d'autres à venir

D'ici là, la priorité de la société repose sur l'atteinte des objectifs de son plan de développement actuel, RIOU Glass Verre 2025, dans le cadre duquel elle vise un chiffre d'affaires de 320 M€, contre près de 280 M€ aujourd'hui. « *Nos résultats sont en ligne avec cette cible et nous avons encore beaucoup de projets de croissance dans les tuyaux, y compris sur le front des acquisitions* », assure la dirigeante. Après en avoir réalisé plusieurs au cours des derniers mois, à l'image de celles des transformateurs de verre Vidresif en Catalogne et de Diffuver dans le département de la Loire, RIOU Glass ne se fixe dans ce domaine aucun plafond de... verre.

[ARNAUD LEFEBVRE

### UN FONDS AU POSITIONNEMENT SINGULIER

- ▼ Dans le cadre de la transmission de RIOU Glass à la deuxième génération, en mai 2022, ses nouveaux actionnaires ont choisi de faire appel à For Talents. Spécialisé dans l'accompagnement des entreprises familiales, ce fonds singulier a été fondé en 2021 par Matthieu Leclercq. Christine Riou Feron avait rencontré cet ancien président de Decathlon quelques années auparavant, lorsque celui-ci avait décerné à son père, Pierre Riou, le prix des autodidactes.
- ▼ Intervenant en tant qu'investisseur minoritaire, For Talents poursuit un double objectif : faciliter la réalisation d'opérations de transmission intergénérationnelle d'une part, accélérer le développement de la société concernée d'autre part. « Parmi la dizaine de partenaires financiers potentiels que nous avons rencontrés, ses équipes ont été les seules à prendre en compte la dimension émotionnelle entourant la transaction », indique Christine Riou Feron.
- ▼ For Talents compte aujourd'hui cinq autres participations, dans Petit Forestier (spécialiste du froid), Paprec (traitement des déchets), Cofinas (concepteur de batteries industrielles et de démarrage), Biography (groupe hôtelier) et Altavia (réseau mondial indépendant dédié aux services marketing pour le retail).

# SOCIÉTÉ EUROPÉENNE : QUEL BILAN APRÈS 20 ANS ?

*Entré en vigueur en octobre 2004, le statut de société européenne (Societas Europaea, SE) avait vocation à favoriser la liberté d'entreprendre au sein de l'espace communautaire. Vingt ans plus tard, le bilan est toutefois décevant, avec seulement une cinquantaine de SE en France et quelques milliers sur le continent. Afin de redonner un nouveau souffle à cette forme sociale, la constitution d'une SE simplifiée, davantage accessible aux PME, apparaît comme un prérequis.*

## « IL EST INDISPENSABLE QUE LES ENTREPRISES

*dont l'activité n'est pas limitée à la satisfaction de besoins purement locaux puissent concevoir et entreprendre la réorganisation de leurs activités au niveau communautaire. »*

Animées par ce dessein, les instances bruxelloises parvenaient à faire adopter, le 8 octobre 2001, un règlement appelé à jouer un rôle important dans le processus de construction européenne. De fait, ce texte donnait naissance à la « société européenne » (Societas Europaea, SE), un nouveau statut permettant aux agents économiques du continent d'exercer leurs activités dans l'ensemble des États-membres sous une forme juridique reconnue de tous. Alors que près de trois décennies de négociations ont été nécessaires pour que ce projet devienne réalité, il est peu dire que cette innovation était vivement attendue par les europhiles. « *Le traité sur le fonctionnement de l'Union européenne érigeant parmi ses principes de base la liberté de circulation,*

*mais aussi celle d'établissement, il apparaissait logique de permettre à une entreprise présente dans au moins deux États-membres d'opter pour un tel statut »,* indique Elise Bernard, directrice des études au sein de la Fondation Robert Schuman.

## Flexibilité dans le mode de gouvernance

Devenue effective le 8 octobre 2004, la SE apporte sur le papier, au-delà du label européen, deux avancées principales. En matière de gouvernance, déjà, elle offre aux entités concernées le choix d'adopter soit un système moniste avec un conseil d'administration, soit un système dualiste avec un organe de direction et un de surveillance. Si cette flexibilité existait préalablement en France, ce n'était pas le cas partout, dont en Allemagne. Surtout, cette forme juridique avait pour vertu de venir sécuriser tout projet de transfert de siège social, en garantissant à l'entreprise qu'elle ne perdrait pas, à cette occasion, sa personnalité morale. Vingt ans plus tard, les résultats

ne sont toutefois pas au rendez-vous. « *Face au faible nombre d'entités qui ont adopté le statut de SE, notamment en France, un pays qui a été l'origine de la construction européenne, nous pouvons parler d'échec, voire de naufrage »,* constate en effet Philippe Dupichot, professeur à l'École de droit de la Sorbonne et président de l'association Henri Capitant, qui œuvre à la promotion, la diffusion et la modernisation des droits de tradition civiliste. Et pour cause : parmi les 23 millions d'entreprises que compte actuellement l'UE, elles ne seraient qu'entre 3 000 et 5 000 à s'être immatriculées de la sorte – le site officiel européen des statistiques en matière de SE n'est plus actif. La majorité d'entre elles sont d'origine allemandes et tchèques (Allianz, BASF, E.ON, SAP, Fresenius...). L'Hexagone, pour sa part, n'en héberge qu'une cinquantaine, parmi lesquelles LVMH, TotalEnergies, Atos, Scor, Schneider Electric, Sword Group ou encore Clariance (ex Korian). Des décisions motivées, le plus souvent, par le prestige et la visibilité offerts par ce statut

vis-à-vis des partenaires internationaux. « *C'est au niveau européen et pas seulement national que le groupe LVMH entend se situer dans son action en faveur de la préservation, de la défense et du développement des métiers et savoir-faire artisanaux d'excellence, points d'appui d'une créativité harmonieuse et source d'un rayonnement mondial durable. Ces considérations ont conduit le conseil d'administration de la société – au sein duquel près du tiers des membres sont d'une nationalité européenne autre que française – à souhaiter traduire cette dimension européenne, tant vis-à-vis de ses salariés que de ses autres partenaires, dans la forme juridique de la société »,* détaillait ainsi le géant du luxe en 2014, au moment de se transformer en SE.

## Une nouvelle directive qui change la donne

De l'avis des praticiens, l'engouement pour le moins limité autour de la SE résulte, avant tout, de son cadre jugé trop contraignant. « *Il est regrettable qu'une entreprise nouvellement créée ne puisse pas*



👉 *Elise Bernard, directrice des études au sein de la Fondation Robert Schuman*

directement opter pour cette forme sociale », pointe d'abord Philippe Dupichot. En effet, celle-ci doit être constituée d'au moins deux sociétés, situées dans au moins deux États-membres différents. Elle peut alors résulter soit de la fusion d'au moins deux sociétés anonymes, soit de la création d'une filiale commune, soit de la création d'une holding, soit de la transformation d'une société anonyme



👉 *Philippe Dupichot, professeur à l'École de droit de la Sorbonne et président de l'association Henri Capitant*

disposant d'une filiale dans un autre État membre de l'UE depuis une durée minimale de deux ans. À cela s'ajoute un autre frein, d'ordre financier. « *Le capital social doit être d'au moins 120 000 €, un niveau qui se révèle réhibitoyre pour un grand nombre d'entreprises* », estime Elise Bernard. Dans ces conditions, « *la SE peut donc se révéler attrayante pour des sociétés déjà installées, mais elle*

*ne permet en aucun cas d'accompagner le développement de jeunes pousses* », déplore Philippe Dupichot. Et pour ne rien arranger, une récente évolution réglementaire est venue retirer à cette forme sociale l'un de ses maigres atouts comparatifs. « *Conformément à la directive 2019/2121 du 27 novembre 2019, qui a été transposée en France en mai 2023, n'importe quelle société commerciale peut désormais librement transférer son siège social, sans risquer de perdre sa personnalité morale* », informe Jean-Éric Cros, avocat et président d'un groupe de travail mis en place par le Haut Comité Juridique de Place (HCJP) en 2021 dans le but de réfléchir à la création d'un statut de « société européenne simplifiée » (SES).

### Vers une SE simplifiée ?

Dès 2005, le Comité Économique et Social Européen avait avancé cette piste, convaincu que la SE ne pourrait

rencontrer le succès que si elle s'ouvrait aux PME. Il faut dire que ces dernières représentent, en prenant en compte les micro-entreprises, 99 % du tissu économique communautaire. Dans le rapport produit par le HCJP il y a trois ans, il était notamment préconisé qu'une SES puisse être accessible aussi bien aux personnes morales qu'aux personnes physiques, que le critère transfrontalier repose avant tout sur la vocation européenne de la SES et qu'il n'y ait plus de montant minimum imposé pour le capital social. Peu auparavant, l'association Henri Capitant avait de son côté suggéré « *d'instaurer un plancher de capital social dix fois moins élevé que le seuil actuel, soit 12 000 €, afin d'élargir l'accès à cette forme sociale* », signale Philippe Dupichot. Suffisant pour, enfin, faire bouger les lignes ? La perspective semble mince à court terme, les autorités européennes n'ayant pas réagi à ces propositions, et encore moins inscrit ce sujet au cœur de leur agenda politique. Et quand bien même il viendrait à l'être, un écueil pourrait freiner toute adoption massive. À quelques exceptions près, « *le droit des sociétés et le droit des affaires ne sont aujourd'hui pas harmonisés en Europe*, pointe Elise Bernard. Dans la mesure où la SE est soumise à la réglementation nationale du pays où son siège est implanté, la dimension communautaire du statut n'est donc que toute relative. » Or, beaucoup de praticiens craignent qu'une telle harmonisation du droit commercial entre les États-membres reste un vœu pieux.

└ ARNAUD LEFEBVRE

## D'AUTRES FORMES SOCIALES EUROPÉENNES

Outre la SE, l'Union européenne a créé deux autres formes sociales à dimension communautaire. Introduite par le Règlement n° 2137/85 du 25 juillet 1985, la première concerne le « *groupement européen d'intérêt économique* » (GEIE). Comme le dispose ce texte, son objectif est de réduire les difficultés d'ordre juridique, fiscal ou psychologique que les personnes physiques, sociétés et autres entités rencontrent en coopérant par-delà les frontières. Pour ce faire, le GEIE permet aux entreprises qui le composent de mettre en commun des ressources, services et compétences (recherche et développement, production, formation, etc.) à des fins de développer leur activité économique. La seconde forme sociale en question est la « *société coopérative européenne* » (SCE). Instaurée par le Règlement n° 1435/2003 du 22 juillet 2003, elle vise principalement à accompagner le développement économique et social des coopératives qui opèrent dans plusieurs États-membres (conclusion d'accords en vue de la fourniture de biens ou de services, etc.). Aucune statistique officielle n'existe, mais le nombre de GEIE et de SCE serait également modeste, de l'ordre de quelques milliers.



# GOUVERNANCE ET COMPLIANCE

*La compliance est aujourd'hui indissociable de la gouvernance d'une entreprise car une bonne gouvernance implique la mise en place d'un programme de conformité pour prévenir les risques juridiques et réputationnels de l'entreprise.*



PAR EMMANUEL DUPIC,  
DIRECTEUR ÉTHIQUE ET  
CONFORMITÉ DU GROUPE  
DASSAULT AVIATION,  
ANCIEN PROCUREUR DE  
LA RÉPUBLIQUE

**LA GESTION D'UNE ENTREPRISE** conduit son dirigeant à prendre des décisions qui peuvent engager sa responsabilité juridique, civile et pénale, devant les tribunaux. Les risques liés à la compliance sont des événements pouvant menacer le fonctionnement de l'entreprise et l'exposer à une sanction administrative ou judiciaire, à une perte financière, voire à une atteinte à sa réputation.

Les parties prenantes, clients, fournisseurs, employés, banques, société civile sont de plus en plus sensibles au respect par les entreprises des valeurs éthiques et des dispositions légales et réglementaires. Ils observent la mise en œuvre de leur obligation de responsabilité sociale d'entreprise au travers des normes RSE/ESG. Ainsi, la compliance est aujourd'hui indissociable de la gouvernance d'une entreprise car une bonne gouvernance implique la mise en place d'un programme de prévention des risques juridiques et réputationnels.

## Compliance et gouvernance d'entreprise

S'agissant des organes de direction de l'entreprise, une bonne gouvernance doit désormais aligner le conseil d'administration, les dirigeants, les actionnaires, les salariés sur une même

stratégie de croissance mais en tenant compte des parties prenantes soucieuses du respect du cadre réglementaire et éthique, la compliance. À ce titre, l'engagement de l'instance dirigeante est un préalable en matière de conformité, « *the tone from the top* » exigé tant par la réglementation américaine FCPA que française qui le définit comme premier pilier de la loi Sapin 2 de lutte contre la corruption. Le comité de direction et le conseil d'administration définissent la stratégie de compliance et s'assurent de sa mise en œuvre par la compliance officer, directeur de l'éthique, qui en est le chef d'orchestre. Au sein du conseil, les administrateurs doivent intégrer les problématiques de compliance dans différentes décisions qu'ils sont amenés à prendre au regard des risques de conflit d'intérêts, de corruption, d'ententes, de non-conformité.

À ce titre, le conseil d'administration doit agir en coordination avec le comité exécutif (comex ou codir). Si le conseil d'administration donne les orientations, il n'a pas la vision opérationnelle du comité exécutif et doit bien se garder de ne privilégier que les résultats financiers au détriment de l'instauration d'une gouvernance efficace : la mise en cause de certaines entreprises sur le champ de

la responsabilité sociétale de l'entreprise (RSE) en est une illustration. Le conseil d'administration doit au contraire impulser une politique de compliance qui sera bénéfique à toutes les parties prenantes, de l'employé aux actionnaires. Dans ce cadre, la mise en place au sein des entreprises de direction compliance indépendante relevant directement de la direction générale témoigne de l'engagement de la société à prévenir les risques de non-conformité légale ou de non-compliance aux bonnes pratiques et attendus du RSE. L'installation d'un comité d'éthique/compliance, souvent couplé à un comité des risques constitue également un bon moyen d'assurer la mise en place et le contrôle d'un programme d'éthique et de compliance, traduit en termes d'objectifs et de résultats.

## Compliance et stratégie d'entreprise

La compliance revêt ainsi une dimension stratégique puisqu'un défaut de compliance au regard des obligations légales ou de l'éthique des affaires peut engendrer un coût financier très élevé (amende, enquêtes, conseils, etc.), un risque fort d'image et de réputation, et engager la responsabilité personnelle civile et pénale des dirigeants.

En ce sens, la compliance doit bien être regardée par

le conseil d'administration et la direction générale, non comme un « coût » mais bien comme une véritable dépense d'investissement stratégique.

Dans un contexte géopolitique marqué, la compliance constitue également une arme économique, comme l'a illustré en 2013 l'affaire Alstom, société poursuivie par les autorités américaines recourant à une application extraterritoriale des règles du FCPA. En conclusion, les entreprises sont aujourd'hui confrontées à la montée d'un nouveau référentiel de la compliance issu des exigences éthiques et des attentes de l'opinion : la responsabilité sociale des entreprises comprenant notamment les droits de l'homme, les préoccupations environnementales, sociales et autres enjeux RSE/ESG. Ces enjeux éthiques, auparavant principes éthiques dits de soft law, ont donné naissance à des cadres juridiques contraignants : la loi française (2017) et allemande (2020) sur la vigilance devenue le 24 mai 2024 la directive européenne sur le devoir de vigilance des entreprises Corporate Sustainability Due Diligence Directive.

Pour aller plus loin,  
Emmanuel Dupic, Guide de la  
compliance, Studyrama, 2024.

# Private Equity

## 1 000 Mds\$,

**LE MONTANT CUMULÉ**  
DU CARRIED INTEREST PERÇU  
PAR LES GÉRANTS DE FONDS  
DANS LE MONDE DEPUIS 25 ANS.

SOURCE : UNIVERSITÉ D'OXFORD

## 13,3 %

**LE TRI NET**  
DU CAPITAL-INVESTISSEMENT  
FRANÇAIS SUR 10 ANS  
(VS UN RENDEMENT DE 10,5 %  
PAR AN POUR LE CAC 40 ET 10,1 %  
POUR LE CAC ALL-TRADABLE).

SOURCE : FRANCE INVEST

## 62 %

**DES INVESTISSEURS FRANÇAIS** ONT  
DÉJÀ RENONCÉ À UNE ACQUISITION  
À CAUSE DE PRÉOCCUPATIONS SUR  
LA PERFORMANCE ESG DE LA CIBLE.

SOURCE : DELOITTE

# GROUPE RG SÉCURISE UNE BELLE CROISSANCE

*En une décennie et trois LBO, le distributeur rhônalpin d'équipements de protection individuelle a su se hisser dans le top 3 des acteurs européens, passant de quelque 160 M€ de chiffre d'affaires à plus de 500 millions.*

## CHAUSSURES DE SÉCURITÉ, CASQUES OU GANTS DE PROTECTION,

lunettes et cagoules de soudure... le catalogue du groupe RG n'a rien d'affriolant. Mais si les équipements de protection individuelle, EPI pour les intimes, ne sont pas les produits les plus connus du grand public, leur utilité dans la prévention des accidents du travail et l'amélioration du bien-être des salariés est incontestable. Sur ce marché de niche évalué à quelques milliards d'euros en Europe, une ETI tricolore a réussi à se distinguer à coups d'acquisitions pour se hisser dans le top 3 du secteur. Déjà numéro un en France, le groupe RG a mis la main l'été dernier sur son concurrent belge Vandeputte, pesant la moitié de sa taille. « *L'acquisition du groupe Vandeputte cristallise notre véritable changement de dimension* », confie Pierre Manchini, PDG du groupe RG, pourtant biberonné à la croissance externe, inscrite dans l'ADN de l'ex-RG Safety, issu en 1987 du regroupement de plusieurs acteurs régionaux : Amiet, Fiprotec, Cévenole de Protection et Gérin. Depuis son premier LBO avec Abénex en 2013, le spécialiste lyonnais de la distribution d'EPI a plus que doublé de taille et signé plus d'une dizaine d'acquisitions. Si l'acquéreur est habitué

aux petits build-up dont le plus important fut l'acquisition d'une société irlandaise de 20 M€ de revenus, cette opération structurante, qui lui adjoint un périmètre de 140 M€ de chiffre d'affaires, lui permet de dépasser le palier des 500 millions de revenus dont 60% en France et 40% à l'international. « *Jusqu'à-là, la taille de nos acquisitions ne nécessitait pas de stratégie d'intégration structurée. Nous conservions un centre de décision autonome et les synergies achats se faisaient au fil de l'eau*, témoigne le dirigeant du groupe RG. *Mais avec le groupe Vandeputte, nous avons constitué une équipe projet avec des binômes pour chaque pôle de métier afin de fluidifier l'intégration.* »

## « Game changer » en Europe

Ce faisant, l'ambition de consolidateur européen de Groupe RG affichée lors de son troisième LBO à l'automne 2021 avec Ardian Expansion et Latour Capital s'est amplement concrétisée. Approchée par des marques d'intérêt directes de l'ETI française pendant plusieurs mois, l'entreprise familiale belge dirigée par le descendant du fondateur éponyme, Dirk Vandeputte, a mandaté Rothschild pour formaliser un process qui aurait notamment fait jouer la concurrence avec les deux principaux groupes industriels du secteur, le britannique Bunzl et le fournisseur Lyreco. Mais c'est finalement le « pure-player » RG qui a remporté la mise pour une valorisation confidentielle, mais certainement pas au rabais au vu des synergies stratégiques que présente la cible pour son repreneur. « *Au fil de nos échanges, Dirk et moi avons pu constater à quel point nos entreprises partageaient des histoires, des valeurs et des visions communes. Ce sont ces similitudes, additionnées à nos ambitions partagées qui nous ont convaincus de la pertinence de ce rapprochement et de notre capacité à réussir ensemble* », s'enflamme Pierre Manchini, qui assume son caractère latin et son implication émotionnelle dans la gestion des affaires du groupe où il a fait ses premières armes il y a plus de trente ans avant d'en prendre la direction opérationnelle en 2015.





En plus de la proximité culturelle, c'est aussi le charme de l'actionariat financier qui a attiré le groupe familial belge, lui permettant de réaliser du cash-out tout en devenant actionnaire minoritaire de la holding de tête de son acquéreur. « *Nous avons longuement mûri notre réflexion quant à l'avenir du groupe familial, dans un environnement de marché où l'on observe une concentration accélérée des acteurs ces dernières années, a commenté Dirk Vandeputte, président du conseil d'administration et directeur général de Vandeputte Safety Experts, à l'occasion de cette opération. Nous avons conclu que le Groupe RG était le meilleur partenaire avec lequel nous associer, pour assurer la pérennité et le développement de notre entreprise, mais aussi pour en préserver l'identité et les valeurs, tout en l'inscrivant dans un projet plus large et ambitieux. Convaincu de la pertinence de cette opération, notre actionariat familial et moi-même réinvestissons significativement au capital du groupe nouvellement formé. J'aurai plaisir à travailler aux côtés de Pierre pour réaliser la vision que nous avons partagée. Cette opération est évidemment importante pour nos entreprises, mais c'est aussi et au-delà un véritable "game changer" pour le marché des EPI en Europe.* » La transaction a été financée pour un tiers par les actionnaires financiers qui ont remis de l'equity, pour un deuxième tiers par la dette, et pour le dernier tiers par le pool de managers mené par Pierre Manchini, qui se targue d'avoir embarqué ses collaborateurs pour détenir 25% du capital du groupe au fil des trois LBO successifs.

### La transformation impulsée par les LBO

Le dirigeant est d'ailleurs un fervent défenseur du modèle d'actionariat financier qui lui a permis de doper la croissance de l'ETI lyonnaise et de galvaniser la motivation de ses troupes. « *Le LBO nous a permis de maintenir un rythme soutenu et d'attaquer de front une multitude de sujets tout en gagnant en maturité, en adaptabilité et en réactivité* », encense Pierre Manchini. Il faut dire que le modèle de distribution BtoB sur un secteur encore atomisé coche toutes les cases pour les fonds qui se sont âprement disputé les enchères autour de RG Safety lors de son deuxième process en 2017, remporté par LBO France dans le cadre d'une transaction le valorisant quelque 150 M€, à la barbe d'autres *usual suspects* du midmarket parisien dont le prestigieux Ardian. « *LBO France nous a propulsés dans la cour des grands, avec des projets de transformation portant sur la digitalisation des process, la mesure des performances, la dynamisation de notre politique commerciale en direction des grands comptes et l'internationalisation de notre activité avec des croissances externes sur le marché européen* », énumère

Pierre Manchini, qui a tout de même gardé contact avec Arnaud Dufer, associé d'Ardian Expansion, pour préparer le cycle d'après. Et la deuxième fois fut la bonne pour l'investisseur de la place Vendôme, qui a devancé en 2021 le lancement d'un process concurrentiel en offrant une belle sortie à LBO France avec une valorisation supérieure à 10 fois l'Ebitda. Le numéro un français du private equity signalait là le 9<sup>e</sup> investissement de son véhicule Ardian Expansion V qui a récolté 2 Mds€ en 2020 en prenant la majorité du capital du groupe RG, invitant Latour Capital en minoritaire. La dette senior apportée par le pool bancaire du LBO *bis* est renouvelée, dopée par une PIK fournie par CIC Private Debt.

### Un boulevard pour devenir consolideur européen

Il faut dire que quatre ans plus tard, la mariée est encore plus belle, ayant pris de l'envergure grâce à des opérations de croissance externe qui ont augmenté son périmètre de près de 70% pour tutoyer les 300 M€ de chiffre d'affaires en 2021. De plus, les deux principaux risques qui planaient sur le marché de RG ont disparu : la menace Amazon qui ne s'est finalement pas positionné sur la vente d'EPI, et la désindustrialisation de la France qui n'est plus d'actualité. Autant dire que l'ETI, déjà numéro un de son secteur en France, disposait d'un boulevard devant elle pour devenir un consolideur européen. Figurant déjà parmi les 5 premiers acteurs du continent, le groupe RG a démontré sa capacité à réussir des opérations de croissance externe avec 7 build-up en quatre ans dont la moitié hors des frontières hexagonales. Le distributeur, qui réalise 20% de son chiffre d'affaires à l'international, avait en effet mené sous l'ère LBO France des incursions en Espagne avec les rachats de Joysa Vestuario Laboral et Waterfire, et en Italie avec la reprise de Nuova OLP. « *Nous nous sommes également diversifiés dans les EPI de catégorie 3 sur la prévention des risques mortels et avons réalisé l'acquisition d'EPI Centre, une fédération d'une cinquantaine de distributeurs positionnés sur la cible des TPE et artisans qui nous permet de préserver la diversification de notre clientèle et ne pas devenir trop dépendants des grands comptes* », détaille Pierre Manchini, qui veut rester encore imprégné du terrain, même avec le changement de dimension de RG, désormais fort de 530 M€ de chiffre d'affaires et de 1500 collaborateurs. Enfin, le groupe a aussi pris une longueur d'avance en ESG en ayant mis en place un *rating* de ses produits en fonction de leur empreinte environnementale pour permettre à ses clients, grands comptes notamment, d'arbitrer en fonction de paramètres extra-financiers.

[ HOUDA EL BOUDRARI



▶ Pierre Manchini, PDG du groupe RG : « *Le LBO nous a permis de maintenir un rythme soutenu et d'attaquer de front une multitude de sujets tout en gagnant en maturité, en adaptabilité et en réactivité.* »



# MANAGEMENT PACKAGES : LA VIGILANCE EST DE MISE

*Intervenue il y a tout juste trois ans, la prise de position du Conseil d'État n'a pas déclenché de tsunami sur les manpacks. Mieux vaut cependant rester à l'affût de toute évolution de jurisprudence ou consécutive aux dernières élections législatives.*

## ENTRETIEN CROISÉ

avec **Paul de France**, associé du cabinet Gide, **Tristan Audouard**, associé du cabinet Jeusserand Audouard, et **Jean-Louis Médus**, professeur agrégé des universités et associé d'AdWise avocats.

### La décision du Conseil d'État de juillet 2021 a-t-elle provoqué la déflagration annoncée sur les management packages ?

**Tristan Audouard** : Bien qu'il y ait eu des conséquences sur la structuration des nouveaux instruments comme sur la remise en forme de clauses pouvant s'avérer problématiques, cette prise de position n'a fort heureusement pas signé la fin des manpacks. Cela étant, une incertitude provient d'une jurisprudence qui introduit des éléments subjectifs. Avant 2021, il était admis que les critères objectifs du risque capitalistique et de la juste valorisation à l'entrée suffisaient à sécuriser ces outils d'intéressement ; depuis, un aléa préjudiciable vient du fait qu'il convient d'examiner si l'investissement est réalisé dans des conditions normales, s'il y a des liens de rattachement au contrat de travail, etc.

**Jean-Louis Médus** : Les arrêts de juillet 2021 fournissent néanmoins une grille de lecture qui a le mérite d'une certaine logique – y compris en termes de délai de prescription et de computation du délai de reprise. Et depuis, on aura relevé deux décisions de jurisprudence intéressantes. L'arrêt Mécattherm de juin 2023 montre que le Conseil d'État fait la distinction entre les mécanismes incitatifs et le fait qu'il peut admettre dans certaines circonstances la possibilité d'accorder un prix garanti. En février 2024, l'arrêt Prezioso de la cour d'appel administrative de Paris a confirmé la jurisprudence de juin 2019 du Conseil d'État tendant à dire que, lorsque les instruments de management packages sont détenus par une personne morale, on ne peut requalifier le gain de cession en traitements et salaires que si l'on démontre l'abus de droit et l'interposition abusive de la personne morale.

**Paul de France** : Malgré une grille de lecture du Conseil d'État assez générique, tout cela s'affinera au fil du temps avec les juges du fond. Cela étant, à ce stade, la jurisprudence semble critiquer la passivité de ce type d'investisseurs, en opposition selon moi à

un management pesant sur la gouvernance de l'entreprise et structurant sa croissance aux côtés des actionnaires investisseurs.

### Le bien-fondé des manpacks est-il menacé ?

**Paul de France** : Même si la rapporteure publique a pris soin d'expliquer que cette jurisprudence s'alignait avec les positions antérieures du Conseil d'État, la très large communication qui a été faite autour de ces décisions (prises en formation plénière) visait à faire en sorte que tout le monde y voit un arrêt de principe. Par exemple, le raisonnement en « trois temps » suivi dans l'une de ces décisions (acquisition du bon, exercice du bon et cession des actions sous-jacentes) contraindrait par exemple l'administration fiscale à établir l'existence d'un avantage à l'entrée dans le délai de prescription (trois ans plus l'année en cours). Ce principe doit toutefois être nuancé dans la mesure où, dans certaines circonstances, l'administration pourrait être fondée à requalifier le gain réalisé « à la sortie » (et ainsi rattraper l'avantage à l'entrée).

**Tristan Audouard** : L'administration avait jusqu'au 31 décembre 2022 pour redresser les sorties de LBO de 2018 et 2019. Et même si le raz-de-marée pressenti des redressements n'a pas eu lieu, il ne faut pas en tirer de conclusion hâtive.

**Jean-Louis Médus** : Il est vrai que l'on retrouve dans l'arrêt de 2021 des critères subjectifs tels que ceux qui avaient été utilisés au début des années 1970 pour requalifier les plus-values de cessions mobilières de dirigeants actifs dans le retournement de sociétés. En cela, il n'y a pas de rupture. Ce que ne veut plus le Conseil d'État, c'est de la rétrocession de plus-values : il accepte le partage de plus-values actionnariales s'il y a des instruments avec des priorités de rang et des prix de souscription particuliers. Cela suppose de gommer de mauvaises pratiques dans la rédaction de la documentation.

### Les clauses de good/bad leaver sont particulièrement visées...

**Jean-Louis Médus** : Avec celles-ci, on crée de facto un rattachement au statut

✓ Jean-Louis Médus



salarial en stigmatisant une faute de gestion du dirigeant ou du salarié ayant pour conséquence le rachat de ses titres avec une décote. Cela étant, mieux vaut être très vigilant sur ce point qui demeure délicat : même si la DGFIP s'intéresse pour l'instant aux débouclages de LBO ayant créé d'importantes plus-values, la simple existence d'une documentation (même non activée) suffit à permettre la requalification et caractériser le statut d'un accessoire au contrat de travail plus que celui d'investisseur. Le détricotage d'une documentation existante doit être manié avec prudence.

**Tristan Audouard :** S'agissant des LBO en cours, nul n'est d'ailleurs certain que la révision des documentations juridiques serait suffisante à écarter tout risque de redressement. Cela démontrerait à tout le moins un comportement de « bon élève », permettant de se distinguer des dossiers dans lesquels la nouvelle grille de lecture jurisprudentielle n'aurait pas été prise en compte.

**Paul de France :** Il faut aussi aborder cette question sous l'angle du fait générateur d'imposition et de la prescription. Le Conseil d'État se fonde sur une formulation assez large de « conditions de réalisation du gain », mais le séquençage de son raisonnement invite peut-être à rétorquer que ces conditions ont pu évoluer dans le temps, en dépit d'une intention initiale établie. Le cas échéant, une modification

des accords contractuels (impliquant de nouvelles négociations entre les parties) pourrait permettre de souligner la volonté des investisseurs financiers de traiter l'ensemble des managers comme des actionnaires à part entière (indifféremment de leur « casquette » de salarié du groupe).

#### **Y a-t-il urgence à traiter le sujet ?**

**Jean-Louis**

**Médus :** Nombre d'enjeux fiscaux disparaissent du fait de la baisse actuelle du nombre de manpacks engendrant un effet financier positif. Ce n'est néanmoins pas le cas en matière de cotisations

◀ **Paul de France**

sociales : les juridictions de l'ordre judiciaire, compétentes en matière de sécurité sociale, ont une lecture beaucoup plus dommageable puisqu'elles visent à assujettir à cotisations sociales tous les éléments de rémunération et avantages (en numéraire comme en nature). Ainsi, la Cour de cassation interprète la notion « d'avantage » de l'art.L.242-1 du code de la sécurité sociale comme des « conditions préférentielles »... Et si elle n'a pas souhaité interdire à des salariés de devenir actionnaires, on retrouve là une hostilité à l'égard des mécanismes comme les options. C'est à mon sens critiquable puisqu'elle en arrive à dire que les conditions financières de l'octroi des bons sont presque secondaires. Qui plus est, en considérant que l'avantage consenti est assujetti aux cotisations à la date à laquelle il est exercé, cela repousse dans le temps le point de départ du délai de prescription.

#### **Faut-il continuer de privilégier les actions gratuites ?**

**Tristan Audouard :** Depuis quelques années, le législateur a pris conscience de l'importance d'associer les salariés au capital de l'entreprise, sous LBO ou non. Et pour répondre à l'imperfection des outils disponibles, plusieurs lois sont venues amender leur régime fiscal, social et juridique pour en déverrouiller les limites au fil des années. Par exemple, le relèvement récent à 15 % du seuil des actions gratuites est une bonne chose, mais une contradiction demeure : le salarié qui prend un risque en investissant dans son entreprise est susceptible de se faire requalifier en salaire, alors que celui qui perçoit des actions gratuites sera plus favorablement traité tant d'un point de vue fiscal que social.

#### **Qu'en est-il des BSPCE ?**

**Paul de France :** Réservés à des « happy few », ils jouissent d'un régime fiscal et social relativement stable, voire amélioré au fil du temps par le législateur et l'administration. En outre, le Conseil d'État a rendu récemment deux décisions favorables sur ces instruments, l'une en matière de PEA et l'autre en matière d'apport d'actions souscrites en exercice de BSPCE. Ouvrant des opportunités pratiques intéressantes, ces décisions ont toutefois fait naître de nouvelles interrogations techniques à clarifier dans les prochains mois – comme le traitement fiscal des gains afférents aux actions souscrites en exercice de BSPCE et inscrites en PEA, ou encore l'application du sursis d'imposition dans certaines situations (notamment lorsque le salarié a exercé son activité dans la société depuis moins de trois ans).

◀ **CHARLES ANSABÈRE**

✔ **Tristan Audouard**



# QUAND L'EUROPE IRRIGUE LES ENTREPRISES FRANÇAISES

*Que ce soit via l'European Innovation Council pour financer les deeptech ou via les multiples dispositifs de la Banque européenne d'investissement, les entreprises tricolores bénéficient de milliards d'euros de financements européens.*

## POUR SA PREMIÈRE LEVÉE DE FONDS EN 20 ANS D'EXISTENCE,

la PME de robotique industrielle Siléane a opté début 2023 pour un attelage atypique en accueillant un pool d'investisseurs composé par le Fonds France Nucléaire, géré par Siparex, accompagné de la filiale de Banque Populaire Auvergne Rhône-Alpes, Garibaldi Participations, et d'un troisième invité insolite : l'EIC Fund. Créé en 2021 et doté de 10 Mds€ à déployer jusqu'en 2027, ce bras armé de la commission européenne pour financer les deeptech du continent est encore peu connu en France. Pourtant les pépites tricolores sont les premières bénéficiaires de ce programme. Des stars de la deeptech, comme le concepteur d'ordinateurs quantiques pour les entreprises et les centres de calcul intensif Pasqal, ont également accueilli l'EIC Fund dans le cadre de larges tours de table à plusieurs dizaines de millions d'euros où l'investisseur public européen est un peu passé inaperçu. Dans le cas de Siléane, la levée de fonds est certes plus modeste, entre 5 et 10 M€, mais elle a déjà permis à la PME stéphanoise d'accélérer sa feuille de route en signant

trois croissances externes et en visant le cap des 50 M€ de chiffre d'affaires en 2025, par rapport aux 33 M€ affichés aujourd'hui. Le dirigeant-fondateur de la PME industrielle innovante, Hervé Henry, est resté largement majoritaire au capital à l'issue de ce tour de table qui lui a permis de franchir de nouvelles étapes dans ses ambitions de rayonnement international comme il l'avait annoncé au moment de l'opération : « Dorénavant de concert avec nos partenaires investisseurs, nous renforçons notre capacité à conduire le projet de développement de l'entreprise pour faire de Siléane une ETI familiale, acteur innovant pour la robotique et l'industrie à l'échelle européenne d'ici 2030. » Se revendiquant comme un fonds agnostique, le fonds EIC de la Commission européenne investit dans toutes les technologies et tous les secteurs, dans tous les pays de l'UE et les pays associés à Horizon Europe. « Le fonds EIC s'est établi en tant que force importante dans les investissements de deeptech de l'UE. Cette forme unique de financement via EIC – combinant subventions et capital – se révèle très attractive pour les entreprises les plus

prometteuses d'Europe, déclarait Hermann Hauser, membre du conseil d'administration du fonds EIC à l'occasion de cette opération. Grâce à l'investissement du fonds EIC, Siléane poursuivra l'innovation et l'échelle dans de nombreux domaines - mécanique, mécatronique, robotique, vision et intelligence artificielle. »

## La France en tête des financements du FEI

Pour les entreprises recherchant des financements européens non dilutifs, la Banque européenne d'investissement (BEI) offre un large panel de dispositifs également. En avril dernier, la société de robotique médicale Wandercraft a reçu une enveloppe de 25 M€ pour la mise au point de son nouvel exosquelette personnel, le premier et le seul autostabilisé, conçu pour un usage quotidien par les personnes à mobilité très réduite. Fin mars, c'est la société de robotique chirurgicale montpelliéraine Quantum Surgical qui a décroché un prêt de 30 M€ auprès de la BEI pour financer la phase précommerciale de son robot chirurgical aux États-Unis et en Europe. Se tourner vers la banque publique européenne permet ainsi de bénéficier

de conditions de prêt plus favorables que dans le système bancaire classique, en particulier pour les jeunes pousses qui présentent un risque de défaut plus important. Il faut dire qu'à l'échelle européenne, la France s'est située l'an dernier au deuxième rang des pays bénéficiaires des financements du groupe BEI, l'institution de financement à long terme de l'Union européenne dont les actionnaires sont les 27 États-membres de l'UE. Sa branche dédiée au financement des PME, le Fonds européen d'investissement (FEI), conçoit et déploie des instruments de capital-risque, de capital de croissance, de garantie et de microfinance. Et cocorico, l'Hexagone a représenté en 2023 le premier pays d'activité du FEI en nombre de transactions et le troisième par le montant des financements. Ainsi, le groupe BEI a déployé en 2023 en France près de 12 Mds€ de financements à long terme accordés directement ou indirectement au secteur privé et aux collectivités territoriales : 10,6 Mds€ issus de la Banque européenne d'investissement et 1,4 Md€ du Fonds européen d'investissement



🔗 *Marjut Falkstedt, directrice générale du FEI : « Avec 1,4 Md€ investis l'an dernier en faveur des PME, l'activité du FEI en France a été marquée par une forte demande qui en fait un de nos marchés les plus actifs et le premier en Europe en nombre de transactions réalisées. »*

(FEI) dédié au financement des PME. « Avec 1,4 Md€ investis l'an dernier en faveur des PME, l'activité du FEI en France a été marquée par une forte demande qui en fait un de nos marchés les plus actifs et le premier en Europe en nombre de transactions réalisées, a déclaré Marjut Falkstedt, directrice générale du FEI, lors de la publication de ce bilan en février dernier. Par son action essentielle de garantie bancaire incitant les intermédiaires financiers à prendre plus de risques et ses apports à de nombreux fonds d'investissement largement focalisés aujourd'hui sur les technologies propres et la transition écologique, le FEI est un outil essentiel au développement de PME plus compétitives, plus vertes et plus numériques. »

### Tropisme pour les secteurs stratégiques

L'innovation est un axe fort et transversal de l'activité en France. Les

investissements dans ce domaine ont atteint 3,9 Mds€ l'an dernier. Dans l'industrie des semi-conducteurs, essentielle au renforcement de l'autonomie stratégique européenne dans un secteur où elle reste trop dépendante des approvisionnements étrangers, la BEI a soutenu à hauteur de 750 M€ Global Foundries. Cet investissement contribuera au financement de sa giga-usine de Crolles (Isère), qui produira à grande échelle des puces FDSOI nécessitant une moindre consommation d'énergie et qui sont utilisées dans de nombreux secteurs parmi lesquels l'automobile, l'Internet des objets (IoT) et les appareils mobiles. La BEI a poursuivi ses investissements dans le secteur de la santé et des sciences du vivant avec le financement de quatre medtechs en 2023 pour un total de 95 M€ : Germitec (technologies de désinfection de

sondes médicales par rayonnement ultraviolet), Safeheal (traitement post-opératoire du cancer du côlon), ainsi que Quantum Surgical et Wandercraft citées plus haut.

### Montrer patte verte

Outre le soutien des start-up innovantes, la BEI a fléché une large part de ses financements vers les entreprises vertes. Avec 64 % de son volume de prêts dédiés à l'action climatique et environnementale, la France est en 2023 le premier pays bénéficiaire des financements de la BEI dans ce domaine. Cela s'est traduit par un investissement global de 6,9 Mds€ en faveur des énergies renouvelables, des mobilités propres et de l'efficacité énergétique. En 2023, la banque a investi 3,9 Mds€ en France dans le cadre de REPowerEU, une initiative européenne visant à réduire la dépendance de l'Europe à l'égard des combustibles fossiles et

à accélérer la transition écologique. Parmi les projets emblématiques financés dans l'action climatique, 2023 a été marquée par plusieurs opérations réalisées dans le cadre du programme de soutien à l'investissement européen InvestEU visant à mobiliser d'ici à 2027 plus de 372 Mds€ de financements publics et privés dans toute l'Europe : 450 M€ de prêt pour le financement de la giga-usine de batteries électriques automobiles d'AESC à Douai ; 250 M€ à l'énergéticien Soregies en faveur des énergies renouvelables et de la modernisation de ses réseaux de distribution. La BEI a participé à hauteur de 150 M€ à la première émission d'obligations vertes de l'équipementier automobile Valeo et a investi 442 M€ pour développer de nouveaux réseaux de chaleur et de froid d'Engie dans 16 sites en France.

HOUDA EL BOUDRARI

# LE PRIVATE EQUITY RÉSISTE SUR LE MIDMARKET EUROPÉEN ET AMÉRICAIN

*Dans un contexte macro-économique et politique chahuté, le private equity midcap a connu un ralentissement mais pas de coup d'arrêt brutal. Quelles tendances ont marqué les marchés américain et européen ces derniers mois ?*

## ENTRETIEN CROISÉ

entre  
**Eva Davis**,  
managing  
partner de  
Winston &  
Strawn à Los  
Angeles et  
**Grine Lahreche**,  
partner de  
Winston &  
Strawn à Paris.

Grine Lahreche



**Le private equity mondial a connu une forte baisse durant les 24 derniers mois. Comment ont évolué vos marchés respectifs et quelles sont les principales tendances observées ?**

**Eva Davis :** Les transactions menées par les fonds de private equity ont subi un ralentissement sur le marché américain à partir de fin 2022 et durant toute l'année 2023. La remontée des taux a freiné la dynamique des nouveaux LBO bridés par une dette trop chère, mais les investisseurs financiers ont compensé cette baisse d'activité en intensifiant les stratégies de buy-and-build de leurs participations. Les deux dernières années ont été surtout marquées par les opérations d'add-on pour les plateformes détenues par les fonds. Dans le midmarket, nous avons constaté un certain nombre de ces transactions situées en moyenne dans une fourchette de valorisation entre 10 et 100 M\$. Les buyers considèrent ces transactions de taille modeste comme avantageuses, car elles sont relatives pour la plateforme et ne nécessitent pas de nouvelle dette. Malgré leur raréfaction, les fusions de grandes entreprises ont créé des opportunités de carve-out pour des fonds à l'affût d'acquisitions complémentaires pour diversifier les verticales de leurs participations et leur exposition géographique. De fait, les actionnaires financiers n'hésitent plus aujourd'hui à poursuivre leur stratégie de buy-and-build bien après l'échéance prévue initialement pour la sortie, afin de maximiser la valeur de leurs participations quand l'environnement sera plus propice aux cessions.

**Grine Lahreche :** Le ralentissement des opérations de private equity a été plus limité en France que sur d'autres marchés européens moins matures. Le succès de plusieurs levées a permis de

maintenir un certain dynamisme de marché extériorisant ainsi que des valorisations significatives pour les plus beaux actifs. Nous avons par ailleurs pu observer l'appétit croissant d'acquéreurs étrangers, et particulièrement des fonds américains, pour les cibles françaises jugées plus dynamiques à l'aune de l'appréciation du dollar, et plus attractives que dans d'autres pays européens. Il s'agit d'une bonne nouvelle pour les vendeurs car ces investisseurs sont plutôt agnostiques sur le secteur d'activité et ont un focus « très business » avec des équipes d'operating partners rodées à l'optimisation de process opérationnels. Enfin, comme à chaque période de tension, la polarisation s'est accentuée entre les actifs premiums et ceux plus normés, confortant les secteurs de la tech et de la santé, plus courtisés que jamais. Les opérations de réinvestissement dans les entreprises de la tech et de la santé se sont également multipliées à la faveur de la démocratisation des fonds de continuation.

**Quelles sont les principales différences dans la structuration des opérations et les pratiques culturelles en France par rapport aux États-Unis ?**

**Grine Lahreche :** Les pratiques tendent à converger de plus en plus entre le marché européen et américain même s'il subsiste des différences formelles et culturelles. En France, le poids du management dans les opérations de LBO par exemple constitue une spécificité européenne (et en particulier française), surtout dans les LBO secondaires et tertiaires (l'alignement d'intérêts entre sponsors et dirigeants restant un principe universel quelles qu'en soient les modalités).

**Eva Davis :** Aux États-Unis, l'importance du management est étudiée au cas par cas, selon que son implication est jugée critique pour la mise en exécution de la stratégie de buy-and-build par exemple ou la connaissance intime de l'écosystème dans des secteurs spécifiques. C'est ce qui détermine son poids dans les négociations et les clés de répartition de la création de valeur avec l'investisseur.



### **Comment a évolué la prise en compte des critères ESG dans vos marchés respectifs ?**

**Grine Lahreche :** Ces dernières années, la conformité aux critères ESG est devenue déterminante dans l'attractivité des cibles européennes. Cette composante extra-financière pèse un poids croissant dans les process à mesure que les LPs européens deviennent plus exigeants et l'environnement réglementaire plus contraignant, notamment avec l'entrée en vigueur des obligations de reporting de la directive CSRD applicable depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2024.

**Eva Davis :** Aux États-Unis, les contraintes de reporting ESG sont essentiellement cantonnées aux entreprises cotées. En private equity, il n'existe pas de véritables exigences réglementaires obligeant les fonds de capital-investissement à divulguer des informations ESG ou à agir en fonction des résultats ESG. En conséquence, les fonds de capital-investissement s'y intéressent sous l'angle business plutôt qu'en termes de pression réglementaire ou pour satisfaire les exigences de leurs LPs. De plus, certains LPs (notamment les plus grands et/ou plus influents) peuvent exiger des rapports ESG de la part du GP, ce qui peut, dans certains cas, inciter des comportements ESG. Néanmoins, la plupart des investisseurs ont intégré les critères extra-financiers comme facteur de compétitivité pour les cibles et les prennent en compte dans la valorisation et le potentiel d'attractivité à la sortie.

### **Dans un environnement de sorties plus complexe, quelles ont été les différentes stratégies adoptées par les fonds pour faire face au ralentissement du rythme de cession de leurs portefeuilles ?**

**Eva Davis :** Face au renchérissement du coût de la dette, les montages de buyout ont dû s'adapter avec des mécanismes de crédit-vendeur et d'earn-out ou des instruments de preferred equity. Nous avons observé aussi la montée en puissance des opérations de GP-Led single asset, qui sont devenus un véritable scénario de sortie alternative pour retourner la liquidité aux investisseurs sans brader ses plus beaux actifs. Il y a des années, les fonds de continuation étaient souvent réservés aux queues de portefeuilles et aux entreprises invendables, ils sont désormais l'apanage des plus belles sociétés. Et les investisseurs n'hésitent plus à mener de front deux process en parallèle : une cession classique et une opération secondaire. Si la valorisation obtenue sur le marché du M&A classique n'est pas à la hauteur de leurs attentes, ils préfèrent ainsi réinvestir dans leurs propres pépites plutôt que de renoncer à l'upside du prochain cycle de croissance. Cette nouvelle piste de sortie serait appelée à s'installer sur le long terme même après que les voies de cession classiques ne seront plus obstruées.

**Grine Lahreche :** Les fonds de continuation se démocratisent dans le midmarket mais ils sont à manier avec précaution pour éviter tout conflit d'intérêts car seules les très belles entreprises ayant encore une histoire de croissance à mener avec leurs actionnaires actuels sont, en réalité, éligibles. Hormis les fonds de continuation, les acteurs du private equity français ont également eu recours à des roll over qui leur permettent de réaliser des sorties partielles pour cristalliser la plus-value tout en réinvestissant aux côtés d'un nouvel actionnaire extériorisant ainsi une véritable valeur de marché à partir d'actifs qu'ils connaissent intimement. Ainsi, face à l'allongement de la durée de détention, on a vu se multiplier les opérations où les sponsors historiques invitent de nouveaux actionnaires minoritaires pour faire un cash-out partiel en attendant une sortie intégrale.

### **Comment projetez-vous l'évolution de vos marchés respectifs pour les prochains mois ?**

**Eva Davis :** Aux États-Unis, le marasme que connaît le private equity depuis deux ans semble avoir atteint son point le plus bas. Tous les signaux convergent pour annoncer un volume soutenu de transactions pour le second semestre 2024 et le premier semestre 2025 et nous constatons un fort rebond depuis le début de l'année. Sous la pression de leurs LPs, les fonds d'investissement s'activent sur le front des sorties pour retourner des liquidités à leurs souscripteurs et arrivent aussi à l'échéance de déploiement de leurs derniers véhicules levés. Même si le contexte reste marqué par une inflation persistante, le ralentissement économique, la hausse des taux d'intérêt et de fortes tensions géopolitiques, le midmarket est relativement plus épargné que le large cap dont les transactions nécessitent des *quanta* de dette plus importants.

**Grine Lahreche :** Avant l'annonce de la dissolution par le président Macron le 9 juin 2024, nous assistions à une forme de retour à la normale pré-Covid avec une nouvelle dynamique dans les process portée par une exigence de déploiement des fonds levés par les private equity et l'intérêt d'investisseurs étrangers pour les cibles françaises. Le climat d'incertitude et de relative instabilité politique risque de compromettre ce nouvel élan, même si la succession des crises depuis le Covid installe un climat où le non-normatif devient quelque peu la norme.

[ HOUDA EL BOUDRARI

▼ Eva Davis



PROPOS RECUEILLIS PAR **ONDINE DELAUNAY**  
PHOTOGRAPHIES DE **IGOR LUBINETSKY**

# PRÉPARER L'ENTREPRISE À L'OUVERTURE DE SON CAPITAL

[ **RAPHAËL DURAND**,  
ENTREPRENEUR ET INVESTISSEUR,  
CEO DE CYPRIO

[ **MARINE LIBOZ**,  
CEO D'OFF-WORKS

[ **JÉRÉMIE WALCH**,  
ASSOCIÉ DE CAIRUS





*Pour passer à une nouvelle étape de développement de l'entreprise et soutenir sa stratégie de déploiement, le dirigeant peut prévoir l'ouverture de son capital à un ou plusieurs tiers. Qu'il soit minoritaire ou majoritaire, l'identification du bon partenaire investisseur est essentielle pour assurer un cadre de collaboration durable et ainsi créer le maximum de valeur. Mais de la décision stratégique à la signature du deal, plusieurs étapes sont à anticiper. Comment préparer son entreprise à l'entrée d'un nouvel investisseur ? Quelle transaction privilégier en fonction de son entreprise et de son stade de développement ? Quels pièges éviter ?*

**OLIVIER ABERGEL,**  
ASSOCIÉ, CABINET LL BERG

**GUILLAUME FORNIER,**  
ASSOCIÉ, CABINET JEANTET

**THOMAS CLAUDEL,**  
ASSOCIÉ, CABINET CAZALS  
MANZO PICHOT SAINT QUENTIN





**Marine Liboz :** OFF-WORKS est une plateforme tech qui gère aujourd'hui 900 indépendants dans le marketing, la communication, l'IA Gen et le digital. Elle structure des agences de communication sur mesure, composée à 100 % d'indépendants. J'ai accompagné cette société, il y a quatre ans, au moment de la fin du Covid, pour l'aider à se repositionner sur le marché de la communication qui avait été durement frappé par la pandémie. Malheureusement, la société n'a pas eu le temps de lever et a été placée en redressement judiciaire. Je l'ai alors rachetée à la barre du tribunal il y a deux ans, avec deux business angels qui ont injecté des fonds dans la société dans le cadre de la reprise. Le redressement d'une entreprise impose de trouver du financement assez régulièrement. J'ai donc ensuite procédé à une levée de fonds auprès de plusieurs business angels pour repartir de manière saine. Il y a eu une montée en dilutif durant laquelle j'ai cédé 17 % du capital, puis une montée en non dilutif avec un accompagnement de BPI France, via un prêt innov, un an plus tard.

**Raphaël Durand :** Notre histoire est très différente. Cyprio est une société en biotechnologie qui est née d'un spin-off d'un laboratoire de l'École supérieure de physique et de chimie de Paris (ESPCI Paris - PSL). Elle fabrique, développe et vend des modèles cellulaires 3D qui sont encapsulés, permettant de tester, par exemple, une nouvelle molécule en préclinique sur un organe particulier comme le foie. Grâce à ces modèles, nous avons aujourd'hui un projet thérapeutique majeur de cartouche hépatique sur base biologique. Je suis rentré chez Cyprio d'abord en tant qu'actionnaire, au cours d'une levée de fonds. Après un sujet de gouvernance, j'ai pris la direction de la société, la veille du confinement. La société fait preuve d'une forte résilience depuis. Nous n'avons jamais fait de série A, nous avons uniquement levé auprès de business angels. La formation PSL a également abondé. Au total, nous avons levé environ 1,4 M€. Nous avons également été financés par du non-dilutif. Il faut reconnaître que Cyprio a été constamment en levée de fonds, mais c'est assez courant dans le secteur de la biotech. Le temps de la recherche en biotechnologie est très long, celui des études cliniques



[ MARINE LIBOZ, CEO D'OFF-WORKS

également. Il est en outre extrêmement onéreux : on parle de plusieurs dizaines de millions d'euros ou même plus suivant le type de besoin et de traitement. Il faut donc sans arrêt être à la recherche de fonds, suivant la taille de l'entreprise et de ses projets auprès de business angels, de fonds VC et fonds de private equity.

**Guillaume Fornier :** Les fondateurs d'entreprises nous demandent souvent à quel moment ils doivent se poser la question de la levée de fonds et comment l'anticiper. Nos expériences démontrent qu'il faut l'anticiper au maximum et qu'en réalité les sociétés en croissance doivent se considérer en levée permanente, particulièrement dans le secteur des biotech et des deeptech qui sont des sociétés « capital intensive », requérant beaucoup d'apport de capitaux. Ces sociétés doivent se considérer en data room et sous due diligences constamment. Dès lors, il est primordial pour ces sociétés de tenir à jour et classée leur documentation sociale (y compris le pacte d'associé et engagements contractuels avec leurs salariés titulaires de BSPCE par exemple) ainsi que leurs principaux contrats commerciaux de façon à être prêts à faire un audit à tout moment. Notre rôle de conseil juridique est également très pédagogique et nous préparons psychologiquement les fondateurs à ce qu'est réellement une levée. Car lorsque l'on fait entrer



“ UNE LEVÉE RÉUSSIE, C'EST CELLE QUI NE COÛTE PAS À L'ENTREPRISE C'EST-À-DIRE CELLE DANS LAQUELLE LE DIRIGEANT PEUT CONTINUER À DONNER DE SON TEMPS POUR LA CONDUIRE. »  
**THOMAS CLAUDEL**

au capital un investisseur, c'est surtout sa sortie que l'on prépare et partant, en lui vendant une levée on lui vend aussi un *exit*.

**Thomas Claudel :** Ce concept de levée de fonds permanente est difficile à marier avec le rôle premier de l'entrepreneur qui est de faire tourner son entreprise. Une levée réussie, c'est celle qui ne coûte pas à l'entreprise c'est-à-dire celle dans laquelle le dirigeant peut continuer à donner de son temps pour la conduire. C'est pourquoi l'accompagnement est fondamental. Le facteur psychologique et ce temps sont essentiels pour une première levée. L'équilibre est souvent plus facile à trouver lors des opérations d'ouverture du capital en minoritaire ou en majoritaire car la maturité de l'entreprise n'est plus la même. J'ai déjà vu plusieurs entrepreneurs rencontrer des difficultés à rebondir après une première levée épuisante, qui les a empêchés de faire tourner leur business en parallèle comme ils l'entendaient.

**Raphaël Durand :** Il faut se préparer à une opération toujours plus longue que prévu. Et même le non-dilutif ne se lève pas en un claquement de doigts. C'est autant de travail que d'aller chercher des actionnaires en *equity*. Sur les sujets européens, j'ai demandé à un cabinet de m'assister. Mais sur les appels à projet, j'ai été seul avec mon équipe.

**Marine Liboz :** Il est vrai que le travail administratif est très chronophage et très long. J'ai été accompagnée par la CCI qui a un service d'accompagnement pour aider les start-up dans leur recherche de financement. Le vrai sujet est d'être orienté sur les diverses possibilités d'investissement non dilutif.

## PRÉPARER SON **BUSINESS PLAN** ET LE FAIRE ÉVOLUER

**Raphaël Durand :** Le fondateur doit anticiper, dès les phases de *seed*, les diverses étapes de développement de l'entreprise. Cette anticipation passe par la constitution d'un business plan et éventuellement sa revisite complète. Dans les premières années de l'entreprise, l'investisseur achète une équipe et un business plan, c'est-à-dire sa stratégie de développement. Très souvent le business plan doit être totalement reconstruit deux ans après la création de la société, au regard de son expansion commerciale, territoriale, ses licences, etc.

**Jérémie Walch :** Je remarque que dans les petites sociétés, il y a parfois un vrai sujet sur la qualité de l'information financière et sur les prévisions. En général, les experts-comptables n'ont pas le temps de s'en occuper. Les sociétés ne sont bien souvent pas dotées de responsable financier, et se tournent vers des conseils externalisés pour les accompagner dans leurs réflexions.

**Marine Liboz :** Le business plan d'une start-up est un modèle un peu atypique qui doit rester très agile. Il est intéressant de l'aborder, de le travailler avec des experts ou des conseils qui ont l'habitude des mécaniques



adaptées à chaque secteur. J'ai perdu beaucoup de temps à m'engager dans un business plan d'entreprise classique. Alors que je prépare aujourd'hui une nouvelle levée de fonds, normalement pour la fin de l'année, nous nous faisons accompagner, deux jours par semaine, par un CFO qui nous permet de travailler différemment, avec d'autres modularités, notre business plan. Le document de travail a d'ailleurs totalement changé entre la première et la deuxième levée, alors que notre business model a juste un peu pivoté. Aujourd'hui, nous présentons nos chiffres d'une nouvelle façon et nous les actualisons en temps réel. C'est devenu un outil de pilotage de trésorerie et je regrette de ne pas l'avoir fait dès le début.

**Guillaume Fornier :** Il arrive que les sociétés établissent un business plan sans s'être totalement confrontées à leur marché. Dès lors, le business plan évolue au gré des levées de fonds, avec des transformations de modèles et de lignes. La feuille de route évolue.

**Olivier Abergel :** Je conseille principalement des dirigeants d'ETI. Et je remarque qu'ils se font bien souvent une idée particulière de leur business plan, estimant qu'ils sont prêts à la sortie parce que leur niveau d'Ebitda est intéressant que le *core business* fonctionne bien. Mais les investisseurs n'achètent pas une performance en *stand alone*, ils investissent pour le futur. Ils achètent une diversification, une ouverture à l'international, une politique de croissance externe. Le business plan doit donc être considéré dans une perspective dynamique.

**Marine Liboz :** OFF WORKS évolue dans un secteur directement impacté par l'intelligence artificielle. Or faire un business plan sur l'IA est extrêmement complexe et prend du temps. Dès lors, nos fonds propres se sont rapidement appauvris et nous n'avons pas pu demander autant à BPIFrance que ce que nous avions envisagé.



[ **OLIVIER ABERGEL,**  
ASSOCIÉ, CABINET LL BERG



qu'une nouvelle levée pourra se réaliser dans l'échéance. Il faut donc toujours penser au jour d'après. Quand on est en cours de série A, il convient déjà d'anticiper sa série B.

**Jérémie Walch :** Le dirigeant n'anticipe pas forcément ses besoins sur la durée et ne fait pas assez de plans sur les cinq années à venir. Parfois, les levées successives ont été prévues dès la première opération. Mais dans la majorité des cas, elles sont un peu subies, voire dans certaines hypothèses, les business plans ne se déroulent pas comme prévu et il convient de revenir autour de la table plus tôt qu'anticipé.

**Marine Liboz :** En tant que dirigeante, j'ai longtemps pensé qu'il valait mieux attendre l'année d'après pour lever un peu plus, fort d'une meilleure valorisation de la société. Mais au final, ce travail est si chronophage que je me demande s'il ne faut pas mieux lever un peu plus au début pour avoir davantage d'aisance.

**Olivier Abergel :** Bien souvent, les dirigeants méconnaissent l'investissement humain que représente une levée de fonds. Il est encore plus amplifié dans une opération de LBO, notamment dans un contexte récent de crise au cours duquel nombre d'opérations ont

## ANTICIPER LA SUITE

**Guillaume Fornier :** Le rapport au temps s'est fortement modifié depuis deux ans, dans un contexte de levée de fonds plus difficile. Même lorsque la start-up a plus de six mois de trésorerie devant elle, il est désormais compliqué de garantir





été avortées. Aujourd'hui, les opérateurs demeurent très vigilants et les dirigeants peuvent se retrouver dans une situation où, après avoir investi beaucoup de temps et d'argent dans des conseils, l'opération ne se fait pas. C'est un investissement vain.

**Thomas Claudel :** Il y a des impondérables dans tous ces processus de croissance. La plupart des process durent aujourd'hui trois à six mois. Durant cette période, les dirigeants partent bille en tête, avec beaucoup d'enthousiasme, mais il y a une dimension psychologique à anticiper. L'opération est certes financière et commerciale, mais il ne faut pas négliger le facteur humain qui est d'ailleurs encore plus important dans une opération mid ou large cap, où il y a généralement un réinvestissement et un cash-out et donc un aspect patrimonial très fort. Toute une programmation patrimoniale est à mettre en place, avec diverses options qui doivent être considérées en amont.

**Olivier Abergel :** La relation avec l'investisseur a une dimension psychologique très importante. À l'occasion d'une opération primaire, les dirigeants se font un certain nombre d'a priori sur les relations avec les investisseurs, pensant qu'ils vont peut-être perdre leur liberté et la gouvernance. En réalité, le bon investisseur,



**[ RAPHAËL DURAND, ENTREPRENEUR ET INVESTISSEUR, CEO DE CYPRIO**

notamment dans le cadre de discussions préliminaires, sera celui qui sera capable de faire un travail d'évangélisation du dirigeant expliquant qu'il ne veut pas imposer les décisions, mais qu'il cherche d'abord de la visibilité pour anticiper sa sortie dans les meilleures conditions possibles. Dans ce cadre, le reporting sera essentiel. Que ce soit côté investisseurs ou fondateurs, un beau deal se prévoit à l'achat.

## LES ÉTAPES DU DEAL

**Olivier Abergel :** Il faut choisir les bons conseils de place, en premier lieu une banque d'affaires rompue aux pratiques de marché et aux codes des opérations. Elle va en général confirmer une intention et la nature même du projet : une opération minoritaire ou majoritaire ? Un deal sponsorless ou pas ? N'est-il pas plus opportun de se positionner d'abord à l'achat ? Le conseil va accompagner le dirigeant à affiner sa réflexion. Il conviendra ensuite d'affiner la documentation, la *data room*, réaliser les *vendor due diligences* visant à présenter la mariée sous son meilleur jour, pour ensuite aller rencontrer les différents candidats acquéreurs.



**Thomas Claudel :** N'oublions pas la réflexion patrimoniale à anticiper pour que l'opération soit une réussite sur tous les plans. Plusieurs mécaniques patrimoniales sont très intéressantes, comme, par exemple, le pacte de Dutreil qui est un outil de transmission très puissant mais qui se marie très mal avec certaines opérations sur le capital.

**Raphaël Durand :** Dans une ETI, les dirigeants ont souvent plus de moyens et peuvent se permettre d'être accompagnés par des conseils juridiques et fiscaux qui les guident dans ces étapes y compris pour la négociation de leur management package. Dans le cadre du développement d'une start-up, la situation est bien différente. Le dirigeant est au four et au moulin, il n'anticipe jamais assez les besoins futurs. Son business plan est fondateur dans sa réflexion. Il doit projeter la stratégie de développement de société à huit ans, en prévoyant des phases intermédiaires de levées.

**Thomas Claudel :** La stratégie d'ouverture du capital sur le long terme doit être désacralisée. Le fondateur n'est pas obligé de savoir *ab initio* s'il va ouvrir le capital de son entreprise dans un cadre majoritaire ou minoritaire, s'il va la garder dans son cercle familial ou la céder... Tout peut évoluer avec le temps, au regard des dynamiques de marché



**[ GUILLAUME FORNIER,**  
ASSOCIÉ, CABINET JEANTET

et même de ses envies personnelles.

**Marine Liboz :** Il m'a semblé compliqué de savoir vers quels conseils me tourner au démarrage de la structure. Est-ce un expert-comptable, un conseil juridique, un fiscaliste ? Quand on crée son entreprise, on choisit d'abord un statut, puis après on réfléchit où placer ses parts. Ces questions-là sont abordées trop tard par le dirigeant, alors que le modèle de démarrage peut avoir d'importantes répercussions sur le futur.

Évidemment, quand le fondateur monte sa société, il ne réfléchit pas encore à sa sortie. Mais elle peut arriver plus vite que prévu. Or un certain nombre de structures juridiques imposent un délai de détention de parts. Il faut donc anticiper la modélisation et la structure même de l'entreprise.

**Olivier Abergel :** Lorsqu'il rencontre d'éventuels partenaires, le dirigeant doit mener des négociations autour de trois axes. D'abord la valorisation, avec le prix et la rétrocession de valeur le cas échéant. Il convient également de discuter la gouvernance et la latitude du dirigeant par rapport à l'investisseur, même si je rappelle que les fonds sont vigilants à ne pas être trop *hands on*. Il faut parler du business plan et comment il va se réaliser, du projet de l'entreprise et de la cohabitation. Enfin, l'horizon de sortie du fonds doit être abordé et prévu.

Autre élément de considération à prendre en compte : la nationalité de l'investisseur. En small et midcap, le private equity est un environnement assez domestique. Les opérations



« QUAND ON CRÉE SON ENTREPRISE, ON CHOISIT D'ABORD UN STATUT, PUIS APRÈS ON RÉFLÉCHIT OÙ PLACER SES PARTS. CES QUESTIONS-LÀ SONT ABORDÉES TROP TARD PAR LE DIRIGEANT, ALORS QUE LE MODÈLE DE DÉMARRAGE PEUT AVOIR D'IMPORTANTES RÉPERCUSSIONS SUR LE FUTUR. »

**MARINE LIBOZ**

se réalisent souvent avec des fonds français, qui ont eux-mêmes de LP's majoritairement français. Plus la taille du deal ou du ticket augmente, plus s'invitent à la table des négociations des fonds internationaux. Or à la faveur des divers changements politiques, l'État français manifeste désormais une volonté souverainiste et souhaite contrôler au maximum les opérations financières avec des fonds étrangers, particulièrement dans certains domaines stratégiques comme la santé, la défense, le digital... Le législateur interdit en outre les rapprochements avec des sociétés qui ont bénéficié de subventions publiques dans des pays étrangers. La compatibilité du private equity avec les pays étrangers est devenue une préoccupation majeure.

**Guillaume Fornier :** Dans le domaine des start-up, le niveau de dilution doit être maîtrisé dès les premiers tours. Il nous arrive souvent de travailler avec des sociétés où les fondateurs détiennent moins de 40 % du capital au moment où ils attaquent la série A. Même s'il existe des moyens de correction, c'est déjà presque trop tard. Les fonds de venture regardent également la capacité du fondateur à maîtriser son équipe. Ils veulent voir derrière le dirigeant s'il y a un relais, si une forme de succession a déjà été prévue, si les managers ont déjà des BSPCE... Ce sont autant de lumières rouges dont il faut tenir compte avant de se présenter à des investisseurs.

La plupart des deeptech françaises qui sont actives dans des secteurs sensibles



**THOMAS CLAUDEL,**  
ASSOCIÉ, CABINET CAZALS MANZO  
PICHOT SAINT QUENTIN

– et la liste se renforce régulièrement par décret – sont également concernées par les sujets de contrôle des investissements étrangers. Elles savent qu'elles ne pourront pas attirer aussi facilement des fonds étrangers qui auraient des problématiques de contrôle étatique au moment de l'*exit*.

**Raphaël Durand :** C'est en effet un vrai sujet dans notre secteur et une cellule se charge de la détection au ministère de la Santé, en lien avec les services de Bercy.

**Marine Liboz :** Il en est de même pour les partenaires avec lesquels nous travaillons. Nous sommes très proches de la French tech, et nous privilégions les start-up qui en sont issues. D'abord parce que nous sommes fiers d'en faire partie, mais aussi parce qu'il y a une entraide qui s'opère entre les équipes et les start-up de l'écosystème.

**Thomas Claudel :** Sur les premières levées et ouvertures de capital, un fonds rompu aux pratiques du marché français peut apporter de la simplicité au process par rapport à des fonds étrangers non implantés en France. Il peut sembler plus opportun de travailler dans un environnement familier et moins compétitif, moins challengeant, qu'avec un fonds anglo-saxon, par exemple, qui a souvent des exigences très élevées rendant le process très chronophage.





## [ LES PIÈGES À ÉVITER ]

**Thomas Claudel :** Guillaume l'évoquait précédemment : un des principaux risques est d'avoir une table de capitalisation qui est dispersée avant d'entamer une opération primaire en private equity. La discipline doit être collective pour rassurer les investisseurs. Le pourcentage de dilution des dirigeants est bien sûr fondamental à gérer car les fonds doivent être rassurés sur la volonté du dirigeant d'accompagner l'entreprise encore longtemps. Ils doivent donc avoir de l'investissement en jeu.

**Olivier Abergel :** De mon point de vue, il y a deux pièges qu'il convient d'éviter. D'abord, le dirigeant doit savoir capter les signaux faibles durant les négociations avec un investisseur. S'il sent que les échanges sont difficiles, manquent d'empathie et de fluidité, il ne doit pas s'embarquer avec ce candidat. Tout le monde n'est pas fait pour s'entendre et on n'est pas obligés de partager des visions d'avenir et de développement. En outre, il ne doit pas survaloriser son groupe. Certains banquiers d'affaires très compétents permettent à l'entrepreneur de vendre sa société à une valorisation très élevée, mais derrière il faudra l'assumer. Je rappelle que les montages sont structurés en fonction des valorisations, notamment en matière de LBO la dette est levée en fonction d'un multiple d'Ebitda. Et si les montages sont trop tendus, le risque est de se retrouver dans une situation de crise, telle que connue en 2008 ou durant la pandémie.

**Jérémie Walch :** Il convient également de bien paramétrer le marketing du dossier avant de



[ JÉRÉMIE WALCH,  
ASSOCIÉ DE CAIRUS ]

le présenter aux bonnes personnes. Le dirigeant n'a qu'une seule chance de faire une première bonne impression. Or il peut avoir une certaine déviance à présenter un projet contraint par ses capacités de financement. Il doit au contraire être offensif dans ses présentations et présenter une stratégie ambitieuse à laquelle il adossera un financement adapté.

**Marine Liboz :** J'ai conscience que c'est aussi par ma capacité à communiquer que j'ai pu lever des fonds. Nous accompagnons d'ailleurs un certain nombre de start-up à monter leurs dossiers de présentation, et leurs dirigeants pour apprendre à pitcher. Le media training est essentiel, ce n'est pas inné. Encore plus dans les métiers d'ingénieurs, qui ne sont pas du tout habitués à l'exercice. La confiance se travaille.

**Raphaël Durand :** Il me semble en effet important que l'équipe de direction se fasse coacher, car ce sont des moments où elle sera particulièrement mise au défi.

**Marine Liboz :** Les entreprises sont aujourd'hui plus attentives aux investisseurs qu'elles font entrer au capital, que ce soit un fonds ou un business angel. Les mauvaises expériences ne restent jamais confidentielles et sont partagées entre entrepreneurs. Avec un business angel, il faut vérifier s'il y a une synergie de métier et si cette personne peut apporter au dirigeant. Je rappelle qu'un business angel ne fait pas que donner de l'argent, la question de son rôle dans l'entreprise doit être abordée. Dans le cas d'OFF-WORKS, ils ont été de véritables accompagnateurs. S'agissant des fonds, nombre d'entre

“ SI LES MONTAGES SONT TROP TENDUS, LE RISQUE EST DE SE RETROUVER DANS UNE SITUATION DE CRISE, TELLE QUE CONNUE EN 2008 OU DURANT LA PANDÉMIE. »

**OLIVIER ABERGEL**

eux sont aujourd'hui dotés d'operating partners qui viennent soutenir le dirigeant dans son accélération en lui apportant les conseils nécessaires aux différents développements qu'il réalise. Nous sommes, nous-mêmes, operating partner du family office de la famille Afflelou et intervenons auprès de leurs start-up comme un référent en matière de communication. C'est une tendance très forte qui se développe en France et, aujourd'hui, les jeunes sociétés se dirigeront vers des investisseurs qui ne se présentent pas uniquement pour leur donner de l'argent, mais qui sauront les accompagner dans leur questionnement et dans les étapes cruciales de leur avenir.

**Guillaume Fornier :** Inversement, à un certain stade de maturité, certaines entreprises pourront avoir un souhait inverse, c'est-à-dire un fonds qui est principalement un relais de *cash-out*.

**Raphaël Durand :** J'ajoute qu'il me semble important de ne pas se laisser dépasser par le timing. Il arrive parfois que les négociations durent très longtemps. Et le dirigeant, qui est impliqué au quotidien dans l'opérationnel, doit rester le moteur au centre des différents

acteurs du deal. Charge à lui de tirer la sonnette d'alarme auprès de sa banque d'affaires lorsque les discussions durent trop longtemps. Elle pourra alors imaginer le deal autrement, revoir la valorisation, voire envisager d'autres options. Il faut être capable de faire bouger le partenariat qui peut parfois s'enliser. Tout le monde a intérêt à ce que l'opération réussisse. Même si ce sont souvent des opérations assez confidentielles au sein des sociétés, il ne faut pas que le dirigeant s'isole. Par-delà la présence essentielle du CFO durant les négociations, il doit partager l'information et l'avancement du deal avec le management-cœur, en tout cas auprès du comex. Il n'y a rien de pire qu'un manager, impliqué dans l'opérationnel et souvent en déplacement à l'étranger, découvre l'opération à la fin et son management package sans même savoir ce que c'est. Les bonnes et même les mauvaises nouvelles se partagent.





LE MAGAZINE DE LA CROISSANCE DES ENTREPRISES

# NextStep

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



**INTERVIEW CROISÉE**

## PROTÉGER SES DONNÉES FACE AUX DEMANDES DES AUTORITÉS ÉTRANGÈRES

Les entreprises françaises agissant dans un cadre mondial font, de plus en plus régulièrement, face à des demandes de transmission de documents internes par des autorités étrangères dans le cadre d'enquêtes ou procédures judiciaires internationales. Pour protéger la fuite d'informations sensibles, la loi de 2018 a été réformée il y a deux ans. Quelles leçons en tirer ?

**EXTRAIT**  
**CROISÉ** avec Margot Sève, juriste conseil cabinet Skadden Arps et Castle et McGill, spécialiste internationale et anglaise, Société Générale

**La loi de 2018 a été réformée au premier trimestre 2020. Quel nouveau cadre procédural prévoit-elle aujourd'hui de facto ?**  
**Margot Sève** : La loi de 2018 formule deux interventions aux entreprises françaises. D'abord, celle de partager avec les autorités étrangères des informations sensibles pour répondre à des clients d'une certaine manière, information d'intérêt stratégique n'ayant pas vocation à être diffusée à des tiers. En cas de cette hypothèse et d'informations sensibles que si l'entreprise ne veut divulguer de l'information à une autorité étrangère, elle doit se faire que le tiers de l'information. Les renseignements traités ont en effet des liens avec des pays à risque, visent à réglementer le porteur de preuve dans le cadre de procédures internationales.

Les entreprises qui reçoivent une demande d'information étrangère ont l'obligation de prévenir les autorités françaises. Et elles doivent évaluer le risque de fuite d'information sensible par un service international, le SISE, si cela peut être évité. Ce service de l'information économique, Culture et a été désigné par la réforme de 2020 comme chargé d'évaluer les entreprises pour transmettre des renseignements et, si cela est nécessaire, pour les aider à répondre à une demande étrangère. Pour ce faire, il a été chargé de la mise en œuvre de la loi de 2018, notamment la loi de 2018.

**Comment se passent vos relations avec le SISE ?**  
C'est un organe. Son rôle est de conseiller les entreprises et de leur expliquer les procédures. Le SISE est un organe indépendant, mais il est placé sous l'autorité de la loi et de la réforme de 2018. Il est chargé de la mise en œuvre de la loi de 2018 et de la réforme de 2020. Il est chargé de la mise en œuvre de la loi de 2018 et de la réforme de 2020. Il est chargé de la mise en œuvre de la loi de 2018 et de la réforme de 2020.

**Quelles conséquences pour les entreprises étrangères en matière de données ?**  
**Margot Sève** : Les entreprises étrangères doivent être conscientes que la loi de 2018 a été réformée en 2020. Cela signifie que les entreprises étrangères doivent être conscientes que la loi de 2018 a été réformée en 2020. Cela signifie que les entreprises étrangères doivent être conscientes que la loi de 2018 a été réformée en 2020.



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

**FANNY LÉTIER, CO-FONDATRICE DE GÉNÉO CAPITAL ENTREPRENEUR**

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

**EXTRAIT**  
**CROISÉ** avec Fanny Létier, co-fondatrice de Généo Capital Entrepreneur

**Quelle est votre vision de la finance positive ?**  
**Fanny Létier** : La finance positive est une approche qui vise à générer des impacts positifs sociaux et environnementaux tout en poursuivant des objectifs financiers. Elle est basée sur des valeurs éthiques et vise à créer de la valeur à long terme.

**Comment voyez-vous l'avenir de la finance positive en France ?**  
**Fanny Létier** : Je suis optimiste à l'égard de l'avenir de la finance positive en France. Je pense que nous allons voir de plus en plus d'entreprises et d'investisseurs qui se tournent vers la finance positive.

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



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





73 %

**DES PROFESSIONNELS DU M&A** ESTIMENT QUE L'IA SERA UN LEVIER D'ACCÉLÉRATION DES TRANSACTIONS.

SOURCE : DELOITTE

630 M€

**ONT ÉTÉ LEVÉS PAR LES FINTECH** EN FRANCE ENTRE JANVIER ET JUIN 2024 (- 6 % VS 2023).

SOURCE : OBSERVATOIRE DE LA FINTECH

26 %

**D'AUGMENTATION DES FUSIONS-ACQUISITIONS** EN FRANCE AU PREMIER SEMESTRE 2024.

SOURCE : LSEC

es&u

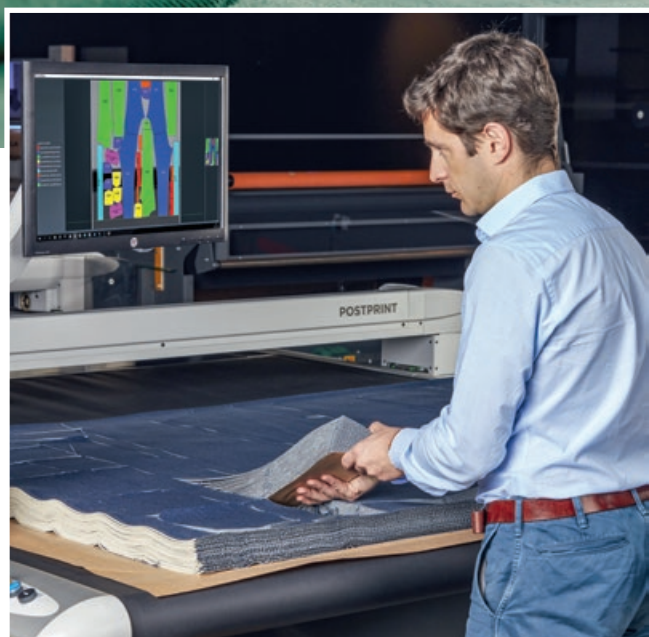


# CHEZ LECTRA, LE M&A EST PLUS QUE JAMAIS À LA MODE

*Proposant des logiciels, des équipements de découpe ou encore des solutions d'analyse de données aux acteurs de la mode, de l'automobile et de l'ameublement, Lectra a fait évoluer sa stratégie en 2017, au sein de laquelle la croissance externe occupe, à nouveau, une place centrale. Après avoir bouclé une nouvelle acquisition en janvier dernier, la neuvième depuis six ans, le groupe continue de prospecter activement sur ce front.*

## UN EXERCICE 2024 LANCÉ AU PAS DE COURSE.

Le 9 janvier dernier, Lectra annonçait avoir bouclé le rachat de la majorité du capital de Launchmetrics, une entreprise américaine qui conçoit et commercialise une plateforme cloud innovante dédiée à la performance de marque. Pour le groupe français, qui vient de célébrer ses cinquante ans d'existence, cette opération marque une étape de plus dans la concrétisation de l'ambition qu'il s'est fixée : devenir un leader incontournable de l'Industrie 4.0 dans le monde d'ici 2030. Théorisé par le gouvernement allemand au début des années 2010, ce concept d'Industrie 4.0 renvoie à l'intégration de nouvelles technologies (objets connectés, impression 3D, big data et analyse de données, cloud, réalité virtuelle, intelligence artificielle...) au sein de processus industriels et de production, en vue non seulement d'optimiser la productivité des entreprises, mais aussi d'améliorer les conditions de travail des salariés. Un axe cher à la société, qui fournit depuis 1973 aux acteurs de la mode – marques de luxe comme grand public (Petit Bateau, Celio, Inditex...) –, de l'automobile,



de l'ameublement et de quelques autres industries comme l'aéronautique, des outils logiciels, des équipements de découpe et des solutions d'analyse de données. « Lectra est par exemple derrière près des deux tiers des sièges automobiles en tissu et 70 % des airbags conçus dans le monde », illustre Maximilien Abadie, son chief strategy officer et chief product officer.

## Une première vague autour des années 2000

L'ETI, qui a dégagé 477,6 M€ de chiffre d'affaires en 2023, s'était positionnée à l'origine sur l'industrie de la mode, avant d'entamer sa diversification sectorielle dans les années 1990. C'est également à cette période qu'elle a réalisé ses premières opérations de croissance externe, dans une logique d'accélérer cette dernière et d'enrichir son offre de produits et de services auprès de ses clients existants. « Entre la fin du siècle dernier et le début des années 2000, Lectra avait ainsi réalisé une dizaine d'acquisitions, rappelle Maximilien Abadie. S'il s'agissait essentiellement de petites sociétés opérant



## ENTRÉE AU SEIN DU SBF 120

Cotée sur Euronext (compartiment B), Lectra s'est introduite en Bourse en 1987, devenant ainsi l'une des premières start-up technologiques à intégrer le marché boursier parisien. Après avoir frôlé la faillite trois ans plus tard, la société a ensuite enchaîné les phases de rebond et de difficultés. Depuis le lancement du plan stratégique Lectra 3.0 en 2009, elle a vu son cours progresser sensiblement, passant de 2 € environ à 34 € environ aujourd'hui. Forte d'une capitalisation boursière avoisinant 1,3 Md€, elle a même intégré les indices SBF 120 et CAC Mid 60 le 15 septembre dernier. De quoi renforcer sa visibilité auprès des investisseurs internationaux. Parmi les institutionnels présents à son capital, on retrouve actuellement les américains Brown Capital Management LLC et FMR LLC, le néerlandais Kempen Oranje Participaties Management N.V et l'espagnol Alantra EQMC Asset management SGIIC.

dans l'univers de la mode, cette première vague de M&A avait également été marquée par deux rachats plus structurants, en l'occurrence celui de l'entreprise espagnole Investronica Sistemas, numéro 3 mondial du secteur des systèmes de conception et fabrication assistées par ordinateurs pour l'industrie textile, et celui du canadien Lacent Technologies, un des leaders mondiaux dans la découpe d'airbags. » Confronté à une chute sensible de ses ventes lors de la grande crise financière de 2008-2009, le groupe a ensuite mis en pause sa stratégie de croissance externe, concentrant alors ses efforts sur une remise à plat de son offre globale et sur l'intensification de sa politique de recherche et développement. Formalisée au travers du plan stratégique baptisé Lectra 3.0, cette démarche a porté ses fruits, comme le reflète le passage d'une perte nette de 3,6 M€ en 2009 à un bénéfice net de 26,7 M€ en 2016.

### Une empreinte renforcée sur plusieurs continents

C'est sur cette base assainie qu'a ensuite été élaborée, début 2017, la stratégie Lectra 4.0, qui entend faire de l'entreprise cette référence de l'Industrie 4.0. Pour y parvenir, plus question de se reposer uniquement sur la croissance organique. « Dans le cadre de cette relance de la stratégie M&A, nous avons fait le choix de cibler des sociétés technologiques, qui disposent de technologies ou de briques technologiques clés dans le domaine de l'Industrie 4.0 et, prioritairement, dont les solutions sont complémentaires aux nôtres », explique Maximilien Abadie. Depuis 2018, pas moins de neuf transactions de cette nature ont ainsi été bouclées : KubixLab en Italie (start-up permettant aux marques de mode de gérer, de bout en bout, toutes les informations sur les produits), Retviews en Belgique (solution automatisée d'analyse concurrentielle dédiée à l'habillement), son concurrent historique Gerber Technology aux États-Unis, Neteven en France (optimisation de la gestion des marketplaces), Gemini CAD Systems en Roumanie (offre logicielle dédiée à l'habillement), TextileGenesis (suivi de la chaîne d'approvisionnement

de l'habillement) aux Pays-Bas, Glengo Teknoloji en Turquie (principal distributeur en Turquie, en Asie centrale et au Moyen-Orient), reprise de l'activité de production en Chine des équipements de découpe de son sous-traitant hollandais VDL et, enfin, Lauchmetrics outre-Atlantique. Pour mener à bien ce type d'opérations, Lectra s'appuie sur une équipe dédiée, dirigée par Maximilien Abadie. Celle-ci comprend cinq personnes qui, outre l'identification de cibles, la réalisation des due diligences et le pilotage du processus d'acquisition, s'occupent également de l'intégration. « Il arrive aussi régulièrement que nous soyons directement approchés, soit par des conseils, soit par des fondateurs de start-up, signale le responsable. Aux yeux de ces derniers, le fait que Lectra possède un vaste réseau de filiales à l'international et puisse leur ouvrir l'accès à ses propres clients constituent des arguments de poids. » Chaque année depuis trois ans, ce département a examiné, de façon approfondie, environ 80 opportunités de rachat et engagé trois à cinq processus de due diligence. Lectra privilégie alors l'acquisition d'un bloc majoritaire du capital, tout en incluant des options pour mettre la main progressivement sur le reste des titres. « Ce modus operandi permet de créer une "incentive" pour les managers », apprécie Maximilien Abadie.

### La Fashion Tech dans le viseur

Après un exercice 2023 durant lequel son chiffre d'affaires (- 6 % sur un an) et son résultat opérationnel courant (- 15 %) ont reculé du fait d'un environnement macroéconomique et géopolitique dégradé, Lectra a récemment réaffirmé son objectif de dégager des revenus compris entre 480 et 530 M€ en 2024, et supérieurs à 600 M€ en 2025. La croissance externe pourrait y contribuer. « Nous continuons d'examiner divers projets de front », confirme ainsi Maximilien Abadie. La société cible principalement des entreprises de petite ou moyenne tailles, toutes géographies confondues, avec un focus particulier sur les pépites de la fashion tech.

[ARNAUD LEFEBVRE

## LES CHIFFRES CLÉS À FIN 2023

- ♥ 477,6 M€ de chiffre d'affaires
- ♥ 32,6 M€ de bénéfice net
- ♥ 55,8 M€ d'investissements en R&D
- ♥ Présence dans plus de 100 pays
- ♥ 3 000 collaborateurs environ
- ♥ 1,3 Md€ de capitalisation boursière

♥ Maximilien Abadie, chef strategy officer et chef product officer



# PME-ETI: LE CHOC DE SIMPLIFICATION BOURSIER

*Guidés par l'objectif commun d'inciter les PME-ETI à se tourner vers les marchés de capitaux pour financer leur croissance, les législateurs européen et français viennent d'adopter une série de mesures visant à simplifier leur introduction en Bourse et la levée de financements en fonds propres. Annie Maudouit-Ridde, associée chez Winston & Strawn, et Vincent Le Sann, directeur général adjoint de Portzamparc, décryptent ces évolutions.*

## ENTRETIEN CROISÉ

avec **Annie Maudouit-Ridde**, associée chez Winston & Strawn, et **Vincent Le Sann**, directeur général adjoint de Portzamparc.

♥ **Vincent Le Sann**

**C'est dans le but d'améliorer l'accès des PME-ETI aux financements de marché que le Parlement européen a adopté, le 24 avril dernier, le « Listing Act package ». Quelles sont les principales mesures contenues dans ce texte, qui doit encore être entériné par le Conseil européen au cours des prochains mois ?**

**Annie Maudouit-Ridde :** Il s'agit d'un texte majeur, puisqu'il vient non seulement modifier trois des principaux corpus qui régulent les marchés de capitaux au sein de l'Union européenne – en l'occurrence le règlement Prospectus, la directive MiFID 2 sur les instruments financiers et le règlement sur les abus de marché (MAR) –, mais aussi en introduire un nouveau consacré aux actions à droits de vote multiples. Afin de réduire les contraintes et les coûts afférents au processus de cotation des PME-ETI, puis aux levées

de fonds subséquentes, le Listing Act apporte plusieurs assouplissements d'ordre documentaire. Même si plusieurs cas d'exemption existent déjà, cette catégorie d'entreprises doit actuellement, au moment de l'introduction en Bourse (IPO), publier à destination des investisseurs un « prospectus de croissance de l'UE ». Bien qu'allégé par rapport au prospectus que doivent établir les entreprises de plus grande taille, celui-ci reste néanmoins dense et long (environ 150 pages). À l'avenir, ce dernier sera remplacé par un « prospectus UE d'émission de croissance », au sein duquel le niveau d'informations à communiquer sera davantage proportionné à la taille de l'émetteur –

il s'inspire en cela du « prospectus de relance de l'UE », d'une trentaine de pages, qui avait été instauré durant la pandémie de coronavirus pour une période limitée.

Une fois cotées, les PME-ETI bénéficieront ensuite de règles assouplies en cas d'opérations, comme la possibilité d'émettre de nouvelles actions sans publication d'un prospectus dès lors que le nombre d'actions ne dépasse pas, sur une période de douze mois glissants, 30% du capital existant. Ce seuil est aujourd'hui fixé à 20%. D'autres révisions favorables aux entreprises sont prévues, notamment en cas d'offres au public dont la durée minimale passe de 6 à 3 jours de bourse.

**Vincent Le Sann :** Le Listing Act aspire aussi à corriger les effets indésirables induits par la directive MiFID 2. En obligeant depuis 2018 les courtiers (brokers) à facturer séparément leurs activités de conseil et celles liées à la recherche, elle s'est en effet traduite par une baisse significative des revenus de *brokerage* sur le marché, avec comme corollaire une diminution sensible de la couverture des valeurs *small & midcap* par les analystes financiers. Pour infléchir cette tendance, ce nouveau texte prévoit de permettre aux brokers d'avoir la possibilité de regrouper à nouveau la tarification des deux prestations, et de déployer la recherche sponsorisée financée toute ou partie par l'entreprise concernée. Ce modèle s'est, du reste, largement répandu en France au cours des dernières années grâce à la charte de Place encadrant cette pratique (juin 2022). Un tiers environ des sociétés françaises valorisées jusqu'à 1 milliard d'euros y ont recours.

**Annie Maudouit-Ridde :** À cela s'ajoutent enfin quelques évolutions qui vont dans le sens, d'une part, d'un allègement des règles de prévention des abus de marché, en matière par exemple de déclaration de transactions des dirigeants et d'établissement des listes d'initiés, et,



## “ UNE BONNE NOUVELLE EST QUE LES CRITÈRES D'ÉLIGIBILITÉ AU PLAN D'ÉPARGNE EN ACTIONS DÉDIÉ AUX PME (PEA-PME) ONT ÉTÉ SIMPLIFIÉS. VINCENT LE SANN, PORTZAMPARC

d'autre part, d'une plus grande flexibilité laissée aux actionnaires fondateurs, avec notamment la possibilité d'assortir, au moment de l'IPO, des droits de vote multiples à certaines actions.

**Depuis plusieurs années, le nombre de PME-ETI cotées en Europe s'établit en recul. Rien qu'en France, celui-ci est tombé à 499 fin 2023 selon l'Observatoire du Financement des Entreprises par le marché (OFEM), contre 534 dix ans plus tôt. Toutes ces mesures peuvent-elles contribuer à restaurer l'attractivité de la Bourse pour ce profil d'entreprises ?**

**Vincent Le Sann :** Le Listing Act s'inscrit dans le prolongement des dispositions adoptées par l'Union européenne ces dernières années, en allégeant les conditions d'accès à la Bourse pour les PME-ETI. À ce titre, le Listing Act est incontestablement le bienvenu. Mais dans la mesure où il ne touche qu'au champ réglementaire, sans mesure de fléchage des capitaux vers les PME-ETI, il ne devrait pas constituer un véritable « game changer » à court terme.

**Le 13 juin dernier, le Parlement français a entériné la loi n° 2024-537, dont l'ambition affichée est d'accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France. En quoi ce texte se distingue-t-il du Listing Act ?**

**Annie Maudouit-Ridde :** Au-delà de l'harmonisation du cadre régissant les marchés de capitaux dans l'Union européenne, il est important de rappeler que chaque place financière, au sein des États-membres, est en concurrence. C'est dans ce cadre que cette loi introduit une disposition permettant, tout en l'encadrant strictement, l'émission d'actions à droits de vote multiples, ce qu'autorisait déjà la réglementation aux Pays-Bas. Mais l'essentiel du texte, qui comprend de nombreuses mesures, est selon moi ailleurs. Parmi les dispositions phares qui visent à anticiper les nouveautés du Listing Act, certaines vont ainsi contribuer à faciliter la mise en œuvre d'opérations de renforcement du haut de bilan : relèvement sur le marché réglementé du plafond des délégations pour les apports en nature de 10 % à 20 % ; disparition du prix plancher pour la fixation du cours des nouvelles actions émises dans le cadre d'une offre au public ou d'un placement privé ; passage de 20 % à 30 % du montant limite de capital social susceptible d'être levé sur douze mois glissants dans le cadre de placements privés...

**Parallèlement, le législateur français cherche aussi à encourager l'investissement des investisseurs, particuliers comme professionnels, dans des PME-ETI...**

**Annie Maudouit-Ridde :** En effet, les Fonds Communs de Placement à Risque (FCPR) pourront dorénavant investir dans des PME-ETI cotées jusqu'à 500 millions d'euros de capitalisation boursière (contre 150 millions d'euros précédemment) – sous réserve que cet investissement n'excède pas 20 % du total de leurs actifs.

**Vincent Le Sann :** Autre bonne nouvelle, les critères d'éligibilité au Plan d'épargne en actions dédié aux PME (PEA-PME) ont également été simplifiés. Avant cette loi, plusieurs conditions se cumulaient, relatives au chiffre d'affaires, au nombre de salariés et à la capitalisation boursière. En cas de dépassement d'un des seuils déterminés pour un émetteur éligible au dispositif, un certain flou régnait quant à la possibilité pour un gérant de conserver cette valeur au sein d'un fonds labellisé PEA-PME. Avec la loi « Attractivité » du 13 juin, la capitalisation devient le seul facteur à prendre en compte pour les sociétés cotées. Son plafond est par ailleurs doublé, à 2 milliards d'euros, ce qui contribue à faire passer, à l'instant T, le nombre d'entreprises françaises éligibles d'environ 400 à 600 – et à 3 200 environ en Europe continentale.

**Cette loi domestique sur l'attractivité aurait-elle pu être plus ambitieuse ?**

**Vincent Le Sann :** À mon sens, il manque des mesures d'incitation, de nature fiscale j'entends, afin d'encourager les investisseurs à davantage orienter leur épargne vers les titres de PME-ETI. Or, ce besoin de fléchage me semble d'autant plus nécessaire que cette classe d'actifs a souffert ces dernières années d'un mouvement de décollecte en Bourse et que des dispositifs actuels comme les FCPI pourraient être remis en cause.

**Annie Maudouit-Ridde :** Je partage cet avis. Reste maintenant à voir si une telle mesure, qui participerait à financer l'économie réelle, sera retenue par le nouveau gouvernement dans les prochains projets de Loi de finances et Loi de finances rectificative.

[CHARLES ANSABÈRE

✔ Annie Maudouit-Ridde



# PREMIÈRE ACQUISITION EN EUROPE, UN LONG FLEUVE PAS SI TRANQUILLE

*Pour une PME française désireuse de lancer sa stratégie de croissance externe à l'international, l'Europe constitue généralement la porte d'entrée privilégiée. Malgré la proximité géographique, la différence de codes et de cultures – celle du pays comme celle de l'entreprise cible – peut cependant rendre l'opération moins simple qu'il n'y paraît. Surtout la première.*

## S'IMPOSER COMME UN ACTEUR INCONTOURNABLE

sur le secteur de l'e-santé en Europe. Animé par cet objectif, Softway Medical (plus de 100 M€ de chiffre d'affaires en 2023, près de 900 collaborateurs) a finalisé en février dernier l'acquisition de SBIM, une société belge spécialisée dans les solutions logicielles pour le secteur hospitalier belge et luxembourgeois. « Avec ce rachat, les planètes sont alignées pour donner une dimension internationale à Hopital Manager, notre Dossier Patient Informatisé. Après avoir éprouvé notre modèle avec succès en France, nous sommes désormais en ordre de marche pour le répliquer sur de nouveaux marchés », s'est alors réjoui Patrice Taisson, président du groupe français spécialisé dans l'édition, l'intégration et l'hébergement en santé numérique. Indépendamment des performances futures de SBIM, cette transaction restera singulière dans l'histoire de Softway Medical. Et pour cause : il s'agissait de sa première opération de croissance externe à l'international, vingt-six ans après sa

création. « Ce ne sera surtout pas la dernière », précise Guillaume Pascal, son directeur général recruté en avril dernier, en partie pour accélérer le développement de la société en dehors des frontières hexagonales.

## Des spécificités locales

Chaque année, de nombreuses PME choisissent d'emprunter cette même voie. Avec, parfois, un bilan contrasté. Dans une étude publiée en 2022 par Bpifrance Le Lab et France Invest, il ressort en effet que 21 % des dirigeants de PME ont déjà abandonné un projet d'acquisition en cours de route. « Lorsque la cible est implantée à l'étranger, y compris en Europe, la proportion est bien plus élevée », relève un banquier d'affaires des Hauts-de-France, habitué à accompagner ses clients au Royaume-Uni, au Benelux et en Allemagne. De fait, même pour une entreprise aguerrie au M&A domestique et forte de process éprouvés en la matière, la marche à franchir peut s'avérer beaucoup plus haute dans les pays voisins, ou du moins la manière de la franchir très différente. Sur le front des

négociations, déjà, certains marchés affichent des caractéristiques très spécifiques. « Dans le cas d'une acquisition outre-Rhin, il est très fréquent que les ultimes négociations se déroulent en langue allemande, quand bien même les premières discussions et la documentation juridique sont en anglais », illustre Guillaume Piette, managing partner chez Financière de Courcelles. L'Italie, où les règles peuvent varier d'une région à l'autre, ne fait pas exception. « Les processus confidentiels le restent rarement », fait ainsi remarquer Giovanni di Francesco, associate partner d'Ares & Co, ce qui a souvent pour conséquence de drainer une concurrence locale parmi les acquéreurs potentiels. Dans ce contexte, l'accompagnement par des conseils qui maîtrisent les us et coutumes français et du pays où est située la cible n'apparaît pas superflu, loin s'en faut. D'autant que l'absence d'un interlocuteur local durant les discussions peut parfois constituer un obstacle, comme dans certains cantons suisses où la logique de

« vallée d'appartenance » reste prégnante.

## L'importance exacerbée de l'audit culturel

Même si ce réflexe ne doit pas être propre à une (première) acquisition transfrontalière, la conduite de due diligences approfondies sur un plan RH est tout particulièrement recommandée. « Jusqu'à 80 % des acquisitions ne délivrent pas les résultats espérés, en raison notamment d'une mauvaise prise en compte des facteurs humains qui se traduit in fine par des difficultés à intégrer les équipes de management de la cible et/ou à retenir les talents, rappelle en effet Alexis Jakubowicz, directeur de ReD Associates Paris, un cabinet de conseil en stratégie. Ce risque existe certes dans tous types d'acquisition, mais il est encore plus élevé lorsqu'il s'agit d'un rachat à l'étranger. » Il l'est a fortiori encore davantage lorsqu'il s'agit d'une première transaction transfrontalière. Afin d'éviter toute désillusion une fois le rachat bouclé, la réalisation d'un audit culturel peut donc se révéler





🔥 **Guillaume Piette,**  
managing partner chez  
Financière de Courcelles

précieuse. « Ce dernier a pour objectif de déceler les comportements, explicites comme implicites, partagés par les collaborateurs de la cible, et de s'assurer qu'ils sont en ligne avec ses propres process et systèmes, poursuit Alexis Jakubowicz. Si ce n'est pas le cas mais que l'acquisition fait néanmoins sens, il convient alors de communiquer énormément en interne, de manière à expliquer et à justifier ces différences auprès de ses propres équipes. Cela permet de créer un climat de confiance et d'entente. » Dans le cadre de cet exercice, les experts invitent les acquéreurs à organiser des rencontres



🔥 **Giovanni di Francesco,**  
associate partner  
d'Ares & Co

individuelles avec chaque manager de la cible, « afin d'appréhender correctement leurs missions, leur façon de travailler, leurs sentiments quant à la culture d'entreprise ainsi que leurs attentes, une fois le rachat bouclé, et de les intégrer au maximum dans le processus d'intégration », précise Alexis Jakubowicz.

#### **Entre fermeté et souplesse**

Dans ce domaine, il importe également, lorsque le projet de reprise concerne une entreprise familiale, de s'accorder sur le rôle que continueront de jouer, ou non, les membres de la famille cédante. « Dans une opération réalisée par l'un de mes



🔥 **Alexis Jakubowicz,**  
directeur de ReD Associates  
Paris

clients en Italie, ceux-ci sont restés en poste, mais la cohabitation ne s'est pas bien passée. S'ils sont finalement partis après plusieurs mois, cette situation a mécaniquement contribué à détruire de la valeur », informe par exemple Giovanni di Francesco. Il arrive cependant que leur maintien puisse s'imposer. « Dans le cas du rachat d'une entreprise familiale allemande, il importe de bien appréhender le rôle joué par la famille dans la fidélisation des clients existants. Parfois, il est nécessaire de conserver deux générations pour le projet d'intégration », ajoute Guillaume Piette.

Puis, pour se donner un maximum de chances de conserver les talents de l'entité reprise, l'acquéreur peut être contraint de s'adapter aux habitudes locales et, ainsi, de faire quelques concessions. « En choisissant d'appliquer les mêmes méthodes de gestion qu'en France, de façon trop rigide et sans prendre en compte des spécificités locales, il s'expose en effet au risque de voir partir une partie des managers de la cible », met en garde Guillaume Piette. Et le banquier d'affaires d'illustrer ce propos. « À plusieurs reprises, j'ai par exemple constaté le tollé, le plus souvent en Allemagne, provoqué par la décision de certains de mes clients d'uniformiser les flottes de voitures à l'échelle du groupe (défavorable aux berlines allemandes) et de rogner ainsi sur des avantages statutaires non négligeables des cadres-dirigeants de la société acquise. »

#### **Ne pas délaisser ses équipes**

Enfin, la réalisation d'une première acquisition à l'étranger va logiquement mobiliser le top management sur une période plus longue qu'un autre type de rachat. Or cet investissement de la direction peut se faire au détriment des autres projets de développement organique et des équipes internes. De quoi possiblement laisser les collaborateurs concernés et les inciter à chercher ailleurs, comme le soulignent notamment Guillaume Piette et l'étude « 2023 Post Merger Integration » récemment publiée par le cabinet Eight Advisory.

ARNAUD LEFEBVRE

### **DES IMPLICATIONS À ANTICIPER EN MATIÈRE DE GOUVERNANCE**

Outre les problématiques d'intégration et de réalisation des synergies espérées, le rachat d'une entreprise étrangère peut aussi influencer sur la gouvernance. Si le dirigeant de la cible ne parle pas français, la direction de la société acquéreuse devra déjà s'assurer qu'au moins un membre du comité de direction soit en capacité d'échanger avec lui dans une langue commune. En outre, la législation de certains pays, comme l'Allemagne, peut accorder aux salariés et aux syndicats un rôle actif au sein des instances de gouvernance. « Pour des dirigeants d'entreprise familiale habitués à tout gérer dans leur cercle restreint, cette situation peut générer des frictions avec le personnel de la cible », souligne un banquier d'affaires.

# MENIX SE DÉLESTE PAR CARVE-OUT SUCCESSIFS

*Le groupe Menix, fondé sous l'impulsion de Patrick Rondot, est une holding française qui regroupe des marques de pointe en orthopédie et implantologie dentaire et chirurgie cranio-maxilo-faciale. Au regard du secteur d'activité, et avec l'appui des managers et d'un consortium d'investisseurs intégrant Five Arrows, Keensight Capital et Turenne Capital, une sortie par le bas, via différents carve-out, a été privilégiée à une cession de l'ensemble. Les différentes opérations se déroulent depuis maintenant un an. Explications par Étienne Mathey, associé corporate d'August Debouzy et Joseph El Khoury, managing director de Natixis Partners*

## ENTRETIEN CROISÉ

avec **Joseph El Khoury**, managing director de Natixis Partners et **Étienne Mathey**, associé corporate d'August Debouzy.

☑ *Joseph El Khoury*

### Quelles ont été les étapes de construction du groupe Menix ?

**Joseph El Khoury** : Le groupe Menix s'est construit en une quinzaine d'années par adjonction de plusieurs entités différentes au gré de buildups successifs. Il débute, en 2009, avec le rapprochement des sociétés Dedienné Santé, et SERF, toutes deux positionnées sur le développement, la fabrication et la distribution de prothèses de hanches (notamment la double mobilité) et de genoux. En 2012, c'est au tour de Tekka d'intégrer le groupe. Rebaptisée Global D, la société est spécialisée dans les implants dentaires. Deux ans après, Oneortho Medical rejoint Menix pour proposer des solutions digitales au service de l'implantologie, qu'elle soit dentaire ou orthopédique. Ces diverses acquisitions se sont complétées par la création de Serf Extremity en 2014, pour produire des vis et des plaques pour la chirurgie du pied. En 2023, le groupe Menix affichait un chiffre d'affaires de 125 M€.

En structurant le groupe Menix, les filiales ont été organisées par marché, Dedienné Santé et SERF pour les prothèses orthopédiques, Global D pour le dentaire, pour ne citer que les trois plus grandes. Des pures players ont ainsi été fondés, avec des marchés extrêmement

différents que ce soit au niveau réglementaire, de la dynamique commerciale et du financement. Ce travail a permis l'harmonisation des filiales, sans toutefois les intégrer, chacune gardant son indépendance.

**Étienne Mathey** : La réglementation européenne est extrêmement contraignante pour ces acteurs. Pour vendre une prothèse orthopédique, le produit doit obtenir un marquage CE dont la procédure requiert *a minima* deux ans, durant lesquels il faut justifier d'un savoir-faire, d'expertise, de respect des normes, l'ensemble impliquant une responsabilité particulièrement élevée. Et ce processus doit être recommencé dès qu'il y a une importante mise à jour au niveau du produit ou de la législation. C'est une galaxie et un monde à part qui ne s'improvise pas et qui impose de s'entourer d'acteurs spécialisés.

### Pourquoi a-t-il été préféré des cessions multiples plutôt qu'une reprise globale de Menix ?

**Joseph El Khoury** : Les filiales sont positionnées sur des marchés aux dynamiques très différentes, et de ce fait, valorisées à des multiples différents. Le dentaire connaît une croissance d'environ 6 % p.a. tandis que l'orthopédie est plutôt flat ces dernières années en France. Les repreneurs industriels capables de proposer une prime stratégique sont très rarement positionnés sur les deux secteurs (orthopédie et dentaire). Les tendances sont plutôt vers une séparation de ces deux verticales. Dans une logique d'optimisation du prix de cession, cela faisait davantage de sens de vendre chaque filiale au repreneur le plus adapté pour payer une prime stratégique. Le challenge était élevé coté orthopédie (Serf et Dedienné Santé), dans un contexte de taux d'intérêt élevés sur un métier consommateur de BFR. Les multiples des transactions récentes en orthopédie étaient au plus bas (~10x) et les acquéreurs industriels européens n'étaient pas dans





les meilleures situations pour faire une telle acquisition. Nous avons initié des discussions informelles avec quelques acteurs mondiaux outre-Atlantique en présentant la gamme des produits SERF lors de salons professionnels. La gamme double-mobilité a suscité un intérêt stratégique certain chez Stryker, leader mondial de l'orthopédie, qui ne détient pas de technologie de double mobilité dans sa gamme.

**Étienne Mathey :** Le deal a été très long à finaliser : six mois d'exclusivité. Stryker est un très grand groupe américain, qui n'a pas l'habitude de réaliser beaucoup d'acquisitions et dont les équipes sont internalisées et très *hands on*. Les audits ont été particulièrement nombreux. Quant aux vendeurs, des fonds d'investissement français, ils sont moins familiers des sorties par le bas, au profit d'un corporate américain coté. Nous avons donc eu un rôle de pédagogie intéressant vis-à-vis de l'ensemble des parties et avons été créatifs dans les solutions proposées, pour rapprocher les points de vue et les attentes de chacun.

**Joseph El Khoury :** Notre plus grand problème a été qu'en face nous n'avions que des messagers d'une structure lourde qui devaient en référer à leurs décideurs pour n'importe quel sujet. C'est cohérent pour un tel acteur, mais in fine, personne n'avait seul la maîtrise technique de tous les aspects du deal.

#### **D'un point de vue juridique, quelles questions ont été particulièrement complexes à traiter ?**

**Étienne Mathey :** Il s'agissait d'une prise de contrôle d'une société française, relevant du secteur de la santé, par un acquéreur étranger. L'opération était donc soumise au contrôle des investissements étrangers. A priori, nous avons relevé que le marché des prothèses semblait ne pas relever d'un contrôle trop strict de Bercy. Dans une précédente opération d'acquisition par un investisseur chinois d'une autre société relevant de ce secteur, Bercy avait précisé que la demande était hors scope. Mais Stryker a tout de même souhaité obtenir un rescrit de Bercy. L'opération a été validée dans les délais classiques, sans pour autant passer en phase approfondie. J'en conclus néanmoins, qu'en pratique, le contrôle de Bercy est de plus en plus large et la vigilance est de mise pour les dossiers transfrontaliers, même si le contrôle reste très efficace dans son process. La plupart du temps, les validations sont assorties de certaines conditions, comme le maintien de la R&D en France, la poursuite des contrats avec l'État, etc. En l'espèce, Stryker ne s'est vu imposer aucune condition probablement aussi parce qu'il s'agit d'un groupe américain, extrêmement visible et transparent, avec 130 Mds\$ de capitalisation boursière à ce jour. Même s'il n'y a pas de lien direct, depuis que l'exclusivité a été signée, le cours a même monté de 50 % !

#### **Quels ont été les autres sujets ?**

**Étienne Mathey :** L'approche américaine de la gestion du risque, notamment s'agissant des clauses de garantie de passifs, a en outre été difficile à concilier avec l'intérêt des vendeurs français, qui étaient des fonds de private equity. Nous avons dû négocier un certain nombre de points entre avocats, mais la prise de décision revenait toujours à l'entreprise Stryker qui a un processus décisionnaire lourd et très « risk adverse ». Nous avons proposé des solutions de type assurance de garantie de passif, qui se pratiquent dans deux tiers des deals, mais l'acquéreur n'y était pas habitué et donc les a refusées. C'est la structure très spécifique de l'opération qui fait que les vendeurs ont pu accepter certains points, qu'ils auraient logiquement refusés dans d'autres circonstances.

Nous avons également été confrontés à des questions de violation de confidentialité, que nous avons traitées via des rappels à l'ordre, dans une situation qui n'est jamais simple. Le marché de l'orthopédie est relativement étroit en France donc les rumeurs se propagent assez vite. Or elles étaient susceptibles de désorganiser la cible et donc de mettre en péril la transaction.

#### **Qu'en est-il des cessions des autres filiales de Menix ?**

**Joseph El Khoury :** Oneortho Medical a été cédé en avril, quelques semaines après l'opération Serf, à son fondateur historique et dirigeant. Serf Extremity a été cédé à un groupe d'anciens professionnels du pied regroupés dans une nouvelle structure actionnariale. Et côté Global D, il s'agit d'un process private equity classique en cours. Restera la filiale Dediennne Santé (orthopédie) encore dans le périmètre de Menix.

**Étienne Mathey :** Ces opérations sont très intéressantes car nous sommes confrontés à tous les schémas de cession possibles. Dans un cas, c'est le manager qui reprend, l'opération est très émotionnelle pour lui. Dans un autre, ce sont des professionnels qui connaissent parfaitement le secteur et les sujets réglementaires qui se posent. Dans le dernier, nous discutons avec des fonds qui sont des interlocuteurs de qualité parfaitement identifiés. C'est formidable pour un conseil de travailler sur l'ensemble des process pour un même cédant. Cela nous a conduits, ensemble et pour nos clients, à mettre en œuvre une palette de compétences extrêmement complète.

✦ Étienne Mathey



# Vaincre<sup>®</sup>

## LE CANCER

NOUVELLES RECHERCHES BIOMEDICALES

**PRENONS UNE LONGUEUR D'AVANCE SUR LE CANCER  
QUI RESTE LA 1<sup>ÈRE</sup> CAUSE DE MORTALITÉ PRÉMATURÉE EN FRANCE**



Jean DUJARDIN, acteur, scénariste, réalisateur  
et producteur de cinéma français

## AIDEZ NOS CHERCHEURS À SAUVER VOS VIES

Chaque année, 400.000 nouveaux cas de cancer, tout type confondu, sont dépistés.

Statistiquement, il y a un peu plus de 1000 nouveaux malades par jour,  
parmi lesquels 600 vont guérir et 400 vont mourir.



### VAINCRE LE CANCER - NRB

Hôpital Paul Brousse  
12/14, avenue Paul Vaillant-Couturier  
94800 VILLEJUIF  
[www.vaincrelecancer-nrb.org](http://www.vaincrelecancer-nrb.org)  
[contact@vaincrelecancer-nrb.org](mailto:contact@vaincrelecancer-nrb.org)

Rejoignez le combat, donnez sur  
[vaincrelecancer-nrb.org](http://vaincrelecancer-nrb.org)

SERVICE MÉCÉNAT

**01 80 91 94 60**

*Coût d'un appel local*

RETROUVEZ-NOUS SUR



Dons I.F.I. : les dons au profit de la Fondation INNABIOSANTE C/i VAINCRE LE CANCER sont déductibles de l'I.F.I.



# 70 %

**DES START-UP** QUI ONT FAIT  
FAILLITE EN 2023 AVAIENT LEVÉ  
DES FONDs DEPUIS TROIS ANS.

SOURCE : SCALEX INVEST

# 57 729

**PROCÉDURES COLLECTIVES**  
RECENSÉES EN 2023  
(+ 36 % VS 2022).

SOURCE : DELOITTE

# 7 822

**PROCÉDURES AMIABLES**  
ENREGISTRÉES EN 2023 (+4 % VS 2022).

SOURCE : DELOITTE

restructuring





# DUNLOPILLO SORT DE SA LÉTHARGIE

*Reprise à la barre du tribunal il y a quatre ans en plein confinement, la célèbre marque de matelas a rebondi au sein du groupe de literie aveyronnais Finadorm qui l'a repositionnée sur un segment plus haut de gamme et a investi dans l'outil de production et le marketing.*

**« VOULEZ-VOUS COUCHER AVEC MOI CE SOIR ? »**, c'est avec ce message que Dunlopillo a lancé une campagne d'affichage audacieuse dans les couloirs du métro parisien fin 2023. *« Au fil des années, ce qui a créé cette relation si spéciale avec nos clients, c'est l'esprit de la marque. Dunlopillo a rapidement adopté un ton décalé qui a séduit les Français! C'est cet esprit que nous avons souhaité réaffirmer, ainsi que tous les fondamentaux de la marque. Tout ce qui a fait son succès et ce pourquoi elle s'est toujours distinguée: une identité forte, des produits de qualité fabriqués en France, un univers rétro, et un esprit coquin. C'est la seule marque qui peut se permettre d'interpeller le consommateur ainsi! »*, assume Jean-Rémy Bergounhe, président-fondateur de Finadorm, artisan du redressement de Dunlopillo depuis sa reprise il y a quatre ans. En renouant avec le ton impertinent et le style osé du publicitaire Jacques Seguela, la marque de matelas veut aussi tourner la page de ses années d'insomnie et le cauchemar de sa liquidation judiciaire en 2019. Reprise en mars 2020, en plein confinement, par l'ETI aveyronnaise Finadorm, Dunlopillo a renoué avec une croissance de 5 à 10% par an, même si ses revenus de 11 M€ cette année ont été quasiment divisés par dix en quinze ans.

## **L'échec de la relance au sein d'Adova**

Installé dans les Yvelines depuis 1951, le fabricant de matelas avait été ballotté dans

le giron de plusieurs groupes, qui l'ont enfoncé dans les difficultés en cumulant les erreurs de gestion dans un contexte de déclin général du marché de la literie. Son dernier propriétaire, le groupe Cauval, détenteur des marques Simmons et Treca, avait lui-même été repris par le fonds de retournement Perceva fin 2016, qui l'a rebaptisé Adova. Déjà en grande difficulté lors de la reprise, Dunlopillo n'a pas réussi sa relance dans un contexte chahuté. Sur un marché de l'ameublement en recul de 2,7% en 2018, le fabricant de matelas a subi les conséquences de la crise chez ses principaux distributeurs, But et Conforama, et n'a pas su faire face à la percée de nouveaux acteurs sur le matelas, les sites Internet, qui ont rapidement pris quelque 15% de part de marché du secteur. Incapable de redresser la barre pour la marque dont le chiffre d'affaires s'est effondré à 22 M€ en 2019 alors qu'il tutoyait la centaine de millions douze ans plus tôt, Adova a jeté l'éponge pour se recentrer sur ses deux autres marques Simmons et Treca plus haut de gamme. En décembre 2019, l'entreprise avait été placée en liquidation judiciaire par le tribunal de commerce de Versailles. Elle comptait alors 180 salariés répartis sur les sites de Mantes-la-Jolie et de Limay (Yvelines). Trois repreneurs sont sur les rangs dont le site allemand Emma, la société Jacquart et le groupe aveyronnais Finadorm qui a été



choisi par le tribunal de commerce pour reprendre l'entreprise. C'est à l'unanimité que les salariés de Dunlopillo se sont ainsi prononcés en faveur de l'offre de Finadorm, dont le projet est de loin le mieux-disant socialement. Il conserve en effet 90 emplois, soit la moitié de l'effectif. Reste une cinquantaine de licenciements secs. Mais une vingtaine de départs en retraite sont programmés, et les syndicats ont obtenu qu'aucun licenciement ne concerne des salariés âgés de 49 à 56 ans (la moyenne d'âge à Dunlopillo est de 49 ans). Enfin, Finaform, fondé par un patron autodidacte, Jean-Rémy Berghoune, qui a fait de sa PME « une véritable success story », prévoit bien le rachat du bâtiment de Limay. L'acquéreur a proposé un prix de cession de 2,35 M€ (hors stocks) et reçoit également le soutien du président du département. Le conseil départemental des Yvelines avait investi plusieurs millions d'euros pour aider l'entreprise, tant l'enjeu territorial est d'importance pour le Mantois qui a perdu au fil des années des milliers d'emplois industriels, notamment dans l'automobile.

### Un repreneur bien ancré

En reprenant une marque à la notoriété installée dans le paysage, Finadorm veut développer son pôle literie et se renforcer dans de grandes enseignes de mobilier. Implantée à Rodez, l'entreprise a fait ses premiers pas dans les domaines de la literie mais aussi de la construction en bois par exemple des mobil-homes, des chalets et du mobilier pour les crèches. Fondé en 1984 par Jean-Rémy Bergounhe alors menuisier et fabricant de sommiers à lattes, le groupe commence dès 1993 à confectionner des matelas, première activité du groupe Finadorm qui, grâce à de la croissance externe, rassemble aujourd'hui une dizaine d'entreprises et affiche un chiffre d'affaires de 250 M€ et 1 200 salariés. Sur un marché de la literie qui s'est stabilisé après un fort rebond en 2021, Finadorm revendique la place de deuxième acteur du retail spécialisé après le groupe « La Maison de la literie » de Pierre Elmalek (170 M€ de chiffre d'affaires et 350 magasins), et le troisième fabricant après le groupe Cofel (marques Bultex, Epeda et Merinos) et Adova (marque Treca et Simmons) détenu par Perceva. L'ETI aveyronnaise s'est progressivement diversifiée sur cinq pôles d'activité : le pôle de distribution de literie via les deux réseaux nationaux sous enseigne « France Literie » et « La Compagnie du Lit », le pôle de production literie (« Dunlopillo », dans les Yvelines, « Biotex » à Toulouse et « Technilat » en Aveyron), le pôle petite enfance (meubles « Mathou » en Aveyron et « Loxos » en Normandie), le pôle habitats de loisirs (Mobil-homes « Louisiane » en

Bretagne et en Aveyron, « Chalets Fabre » en Aveyron, « Lodges CIAT » en Ariège) et le pôle construction bois (« Sicob » en Aveyron).

### Les ressorts du rebond

Finadorm est donc déjà propriétaire de la marque de literie Technilat, et de Biotex, une entreprise toulousaine spécialisée dans la confection d'oreillers moulés, ce qui en fait un acteur crédible pour le redressement de Dunlopillo. Des synergies parfaites sur le papier à l'exception du timing de reprise en pleine épidémie de Covid qui a, certes, rendu les Français bien plus sensibles au moelleux de leurs matelas, mais suspendu la production avec des salariés au chômage technique. Malgré ce contexte peu favorable, les choix de Jean-Rémy Bergounhe ont pour l'instant porté leurs fruits. Le nouveau patron a rapidement décidé de regrouper toute la production sur le site de Limay, d'investir dans de nouvelles machines et de renforcer la qualité des matelas de la marque. « Dès la reprise de Dunlopillo nous avons tout de suite entamé une série d'investissements pour moderniser notre outil de production à Limay. Nous y avons également ouvert un showroom de 400 m<sup>2</sup> pour présenter nos nouveaux produits et l'univers de la marque », indique le président de Finadorm, qui a promu au poste de directeur général Romuald Lambert, nommé directeur de site de Dunlopillo en 2019 par Adova. Dunlopillo a ainsi quitté la grande distribution, notamment But ou Conforama, pour se recentrer sur les petites enseignes spécialisées. Une remontée en gamme fidèle à l'ADN de la marque, peu à peu abandonné. « Forts de ces nouvelles bases saines, nous avons connu une croissance régulière de 5 à 10% depuis 2020 et avons pour objectif de maintenir ce rythme pour les prochaines saisons », déclare le DG de Dunlopillo Romuald Lambert. Car une fois la production rapatriée à Limay et le site de production modernisé, Finadorm s'est attelée à redonner des couleurs à la marque, en s'inspirant de son apogée dans les années 1970 et 1980 et à créer un univers néo-rétro avec une collection autour de produits déco, un peu vintage mais en phase avec l'idée de marque. « La collection 2024 s'est largement étoffée avec, entre autres, des ensembles plus déco déclinés dans 103 textiles et coloris différents ce qui permet plus d'1 million de combinaisons... 2024, signe même le retour du lit coffre », détaille le patron de la marque. Mais si toutefois le consommateur ne trouvait pas son bonheur, en 2024, Dunlopillo offre la possibilité de personnaliser sa literie : dimensions non standards ou tissu personnel, tout est possible pour séduire un consommateur qui passe de plus en plus de temps affalé dans son lit en compagnie de ses écrans !

[HOUDA EL BOUDRARI

# VERS UN NOUVEL ÉQUILIBRE ENTRE CRÉANCIERS ET ACTIONNAIRES ?

*Trois ans après la transposition de la directive européenne sur la restructuration et l'insolvabilité, la mise en application de la classe de parties affectées (CPA) a été inaugurée dans les restructurations emblématiques d'Orpea et Casino mais aussi dans des dossiers de PME moins médiatisés.*

**EXIT LES « COMITÉS DE CRÉANCIERS »**, place aux « classes de parties affectées »... Loin d'être une modification sémantique cosmétique, c'est un véritable changement de paradigme qu'a induit l'ordonnance du 15 septembre 2021 assurant la transposition en droit français de la directive européenne « Restructuration et Insolvabilité ». Cette première directive visant à une harmonisation totale du droit des faillites au sein de l'Union européenne est entrée en vigueur depuis plus de trois ans aujourd'hui, provoquant un bouleversement en profondeur dans le rapport de force entre créanciers et débiteurs dans un pays longtemps considéré trop « debtor-friendly ».

**Plus de flexibilité**  
« Le nouveau système a une approche beaucoup plus économique que le système précédent, pointe un avocat spécialisé en restructuring. Il permet beaucoup de flexibilité au débiteur et à l'administrateur judiciaire pour déterminer quels seront les créanciers ou

les parties affectées, incluant le cas échéant les détenteurs de capital, dans chacune des classes de parties affectées. » La procédure mise en place est en effet différente des comités de créanciers, dont le nombre était limité et qui, bien souvent, réunissaient des créanciers aux intérêts éminemment divergents. Ainsi, plutôt que de réunir l'ensemble des créanciers chirographaires (fournisseurs, banquiers non sécurisés, obligataires), alors même que leurs intérêts et processus de prise de décision sont fondamentalement différents, les classes de créanciers les distinguent. Cette nouvelle répartition des créanciers est laissée à l'appréciation de l'administrateur judiciaire, mais ne peuvent se retrouver dans la même classe ni des créanciers avec et sans garantie ni des créanciers avec des niveaux de subordination différents. « Le champ d'interprétation de la communauté d'intérêts est assez large pour créer différentes classes de créanciers et peut relever de stratégies de dilution de dissidents dans de



grandes classes élargies ou a contrario de multiplier les classes en fonction des plans que l'on veut faire passer et des oppositions identifiées », prévient une avocate rodée sur le sujet. D'autant que certains intérêts des créanciers sont ignorés par le débiteur et l'administrateur judiciaire au moment de la constitution des classes, notamment quand certains créanciers ont souscrit à des instruments anonymes comme ce fut le cas pour l'ex-numéro un des Ehpad Orpea, rebaptisé Emeis Group.

**Réduire les blocages**  
L'autre changement induit par cette réforme est l'introduction du très

poétique « cross-class cram-down » qui permet, dans certaines conditions, d'imposer un plan voté à la majorité des classes à celles qui l'ont rejeté. Le but de ce mécanisme est de neutraliser la capacité de blocage des classes « hors de la monnaie », c'est-à-dire n'ayant plus de poids économique compte tenu de la valorisation de l'entreprise. Il a été spectaculairement illustré lors de la sauvegarde accélérée du groupe coté Orpea, qui a permis l'adoption du plan de restructuration malgré l'opposition des créanciers « non sécurisés », qui se sont retrouvés massivement dilués, et des détenteurs

de capital, dont les titres ont perdu toute valeur. La restructuration financière du groupe d'Ehpad, endetté à plus de 9 Mds€ et dont le plan de sauvegarde accélérée a été arrêté par le tribunal de commerce de Nanterre en juillet 2023, a été le plus grand théâtre de mise en application du mécanisme de CPA. À l'occasion du vote du plan de sauvegarde du groupe, sur les dix classes constituées, six ont approuvé le projet de plan à la majorité des deux tiers, trois à la majorité simple et une classe, les porteurs d'Oceane, l'ayant rejeté. Faute de majorité requise pour l'ensemble des classes concernées, le contentieux engagé par les porteurs d'Oceane a donné lieu à un arrêt de la cour d'appel de Versailles le 22 juin 2023 en faveur de l'exécution du plan. Le dossier Orpea est ainsi l'incarnation de cette nouvelle désacralisation du droit de propriété des actionnaires dont les titres ont perdu toute valeur, en faisant primer des critères économiques d'intérêt réel afin de faciliter les restructurations. Idem pour l'emblématique restructuration de Casino fin 2023 où 16 classes de parties affectées sur 17 ont approuvé le plan proposé à la majorité requise (plus des deux-tiers). Unique créancier de la classe n° 2 de Casino Participations France au titre d'une garantie consentie à son bénéficiaire, Green Yellow Holding a voté contre, ce qui n'a pas empêché le tribunal de commerce de Paris d'approuver le plan par jugements rendus le 26 février 2024. Plus récemment, fin juin, l'enseigne de prêt-à-porter « Don't call me Jennyfer » a obtenu une nouvelle chance d'échapper à l'hécatombe qui frappe le

secteur de l'habillement et illustré la mise en place de la procédure de classes de partie affectées sur une échelle industrielle avec quelque 800 créanciers. Le tribunal de Bobigny a approuvé le plan de continuation de la griffe de mode pour les adolescentes, un an après son placement en RJ. Le management a réussi à convaincre un de ses partenaires chinois, Sinoproud, d'investir 15 M€ dans le sauvetage de la marque, tandis que les créanciers de Jennyfer ont consenti une réduction significative des 125 M€ de passif qui grevait son bilan. Dans le cadre du dispositif des CPA, le tribunal a adopté le plan de continuation grâce aux votes favorables de onze classes de créanciers sur les douze appelées à se prononcer et à une application forcée interclasses de ce plan. Concrètement, les quelque 800 créanciers, répartis sur douze classes en fonction de leur communauté d'intérêts et des sûretés dont ils disposent, ont consenti à quelque 80 M€ de write-off sur les 125 M€ du passif de Jennyfer. « Les classes les plus sécurisées ont obtenu un remboursement à 100 % et d'autres ont eu droit à 20 % du montant de leurs créances », précise Charlotte Fort, associée du cabinet d'administrateurs judiciaires FHBX qui a mené le plan. *Nous avons réussi à innover sur cette procédure en incitant les bailleurs à consentir à des ajustements de loyers à venir en contrepartie d'un meilleur remboursement de leurs dettes antérieures.* » Ces mesures devraient donner une bouffée d'oxygène à l'enseigne, victime d'une crise de trésorerie

il y a un an, malgré le plan de relance mené par son repreneur en 2018, Sébastien Bismuth, à la tête de la marque masculine Celio. Malgré la série noire qui frappe le secteur, cette issue prouve la pertinence de ce nouveau dispositif pour convaincre les créanciers des différentes classes, y compris ceux qui disposaient du privilège de new money, de consentir à des efforts pour tenir l'équilibre d'un plan de sauvetage de la dernière chance.

### Risque de dévoiement dans les petits dossiers

« Dans les dossiers de place avec des protagonistes entourés de conseils, le rapport de force équilibré est garant de bonnes pratiques », assure un expert du restructuring, qui s'inquiète plus pour des dossiers de PME où certains créanciers bancaires détenteurs de garanties de l'État pour leurs PGE ont intérêt à la liquidation immédiate pour toucher leurs garanties, contrairement aux autres créanciers chirographaires. Et on peut dire qu'avec la première mise en place effective des classes de parties affectées dans le jugement de sauvegarde accélérée du fournisseur alternatif d'électricité BCM Energy en avril 2022, les praticiens ont été quelque peu perplexes par le traitement réservé aux créanciers PGE, qui, à l'inverse des trois autres classes de créanciers, ont dû concéder un abandon de 90 %, soit exactement la part garantie par l'État. Ce risque de dévoiement des classes de parties affectées a également été pointé dans le jugement rendu en février 2023 par le tribunal de commerce de Pontoise, portant sur

la restructuration de la PME Unhycos spécialisée dans le commerce de gros de produits d'hygiène, parfumerie et beauté bon marché vers le Maghreb. Après la perte du marché algérien, son principal débouché, la société a vu fondre son chiffre d'affaires de 33,4 M€ en 2019 à 10,4 M€ en 2022, avec à la clé 14,3 M€ de passif dont 9,1 M€ de dettes bancaires. Placé en redressement judiciaire, Unhycos n'atteignant pas les seuils pour bénéficier des classes de parties affectées, a obtenu une dérogation du juge commissaire. S'engouffrant dans la brèche, l'administrateur judiciaire, en charge de ce dossier, a fait en sorte d'en créer huit, en saucissonnant les créanciers fiscaux et sociaux, les clients créditeurs, les actionnaires, les fournisseurs domestiques, ceux hors de France, les banques, les crédit-bailleurs et les bailleurs. Grâce à cette manœuvre dilutive, les établissements bancaires, qui étaient de très loin les principaux créanciers, se sont vu imposer via un cross-class cram-down un abandon de 86 % de leurs créances, le solde étant rééchelonné sur une durée de dix ans, sans changement de contrôle de la société. Avec la démocratisation de ce dispositif qui s'applique aux entreprises employant au moins 250 salariés et réalisant un chiffre d'affaires d'au moins 20 M€, ainsi qu'aux sociétés générant plus 40 M€ de chiffre d'affaires sans minimum d'effectif, il est à craindre que les dérives se multiplient avant que la jurisprudence ajuste le tir pour respecter l'esprit de la réforme.

[HOUDA EL BOUDRARI]





# REMERCIEMENTS

AUTOMOBILE CLUB DE FRANCE  
PARIS • 29 NOVEMBRE 2023

CONFÉRENCE

# GOUVERNANCE

## VERS DE NOUVEAUX ÉQUILIBRES

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

#### PARMI NOS INTERVENANTS 2023 :

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



2<sup>e</sup> ÉDITION





## **The World's Private Capital Hub\***

**9-11 Septembre**  
**Palais des Congrès, Paris, France**

IPEM Paris, « The World's Private Capital Hub », est le salon où les GPs et les LPs se réunissent dans des sessions stimulantes qui défient et élèvent l'industrie. C'est l'événement mondial de la Rentrée pour maximiser la qualité de vos contacts !

Participez à la conversation, débattiez avec acharnement et, surtout, allez de l'avant en toute confiance, autour des thèmes suivants :

- Comment les meilleurs GPs renforcent la confiance dans l'incertitude ?
- Comment l'industrie des marchés privés s'adapte-t-elle à des temps plus difficiles ?
- Où et comment les LPs alloueront-ils leurs fonds en 2025 ?

**Découvrez nos offres  
pour participer**

[ipem-market.com/paris-2024](https://ipem-market.com/paris-2024)

\* « Le Salon Mondial du Capital Investissement »

**6,000**  
Participants

**2,000**  
Sociétés

**50**  
Pays

**1,000**  
LPs (Investisseurs)

**700**  
GPs