



DOSSIER

Accompagnement opérationnel

LES ATTENTES DES DIRIGEANTS METTENT LES FONDS À L'ÉPREUVE

S'ils n'y prennent pas garde, les fonds de private equity pourraient avoir à faire face à un nouveau risque réputationnel. Au même titre que les accusations de greenwashing viennent parfois saper leurs efforts et leur communication autour du thème de l'impact environnemental, le sujet de l'accompagnement qu'ils apportent à leurs participations pourrait bien, lui aussi, faire l'objet de quelques remises en cause si les promesses devaient ne pas être tenues. À l'inverse, les équipes d'investissement qui seront réellement au chevet de leurs participations dans les moments de succès comme dans les périodes de doute n'auront que plus d'arguments à faire valoir lorsqu'il s'agira de boucler un deal et de le financer, de convaincre un dirigeant au cours d'une négociation bilatérale, voire de lever un fonds successeur.

Dès lors, il est non seulement nécessaire pour les sociétés de gestion de se doter de capacités d'accompagnement opérationnel en bonne et due forme, mais aussi d'identifier au plus près les besoins des dirigeants de leurs participations, en partant du postulat que la valorisation est évidemment un facteur de choix important, mais qu'il n'est sans doute plus aussi décisif et discriminant que par le passé. « Depuis la crise sanitaire, et de façon encore plus accentuée depuis le second semestre de l'année dernière, nous voyons une évolution des attentes des dirigeants d'entreprise vis-à-vis de leurs actionnaires. Ils ont clairement besoin d'avoir autre chose que le seul soutien financier pour faire face à trois types de difficultés. Les premières sont très opérationnelles et tiennent au recrutement et à l'adéquation aux aspirations de la nouvelle génération qui arrive sur le marché du travail. Les deuxièmes sont liées à la réglementation ESG qui peut impliquer des pivots stratégiques, des changements dans les process industriels... Enfin, les troisièmes sujets de tension sont de nature macro-économique, avec la crise des matières premières et le contexte monétaire », met en perspective Isabelle Saladin, présidente et fondatrice d'I&S Adviser, qui regroupe et met à disposition des entreprises des operating partners.

MARCHÉ POLARISÉ ; ATTENTES DIFFÉRENCIÉES

« Deux grandes natures d'attente nous semblent émerger, même si elles ne sont pas toujours exprimées directement au démarrage des discussions sur une éventuelle ouverture du capital, abondent Michel Déprez et Olivier Jarrousse, associés fondateurs d'UI Investissement, qui ont lancé l'Académie UI en 2017, précisément pour y répondre. La première traduit un profil de prudence avec un dirigeant qui, compte

L'ACCOMPAGNEMENT OPÉRATIONNEL DES PARTICIPATIONS FAIT PARTIE DES PRÉOCCUPATIONS GRANDISSANTES DES FONDS DE PRIVATE EQUITY DEPUIS DÉJÀ PLUSIEURS ANNÉES. MULTIFACTORIEL, CONCERNANT AUSSI BIEN LA STRUCTURATION DES DEALS QUE LE DÉPLOIEMENT DES PLANS STRATÉGIQUES, IL DEVIENT INCONTOURNABLE LORSQUE L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE SE DÉGRADE.





« PARLER AVEC QUELQU'UN QUI A VÉCU LA MÊME CHOSE QUE VOUS ET ÊTRE ACCOMPAGNÉ DANS LA MISE EN PLACE DE MESURES CONCRÈTES EST UN PLUS. LES FONDS ONT PRIS CONSCIENCE QU'ILS DOIVENT S'ADAPTER À CETTE NOUVELLE DONNE (...) COMPRENANT PARFAITEMENT QU'UN ACCOMPAGNEMENT OPÉRATIONNEL DE QUALITÉ EST UNE FAÇON DE SÉCURISER LEUR INVESTISSEMENT », ISABELLE SALADIN, I&S ADVISER

les vendeurs pouvaient imposer les conditions qu'ils souhaitaient, nous sommes passés à bien des égards dans un excès inverse, avec des entreprises saines qui ont du mal à trouver des financements, pointe Jérémie Jeausserand, avocat associé chez Jeausserand Audouard, avocat associé chez Jeausserand Audouard, spécialisé dans le conseil aux managers lors d'opérations de haut de bilan. Cela dit, une société évoluant dans un secteur résilient devrait intéresser de nombreux fonds et son dirigeant aura même une capacité d'influence accrue sur les conditions du deal et la négociation de la documentation. »

Parmi les secteurs les plus prisés se retrouvent classiquement l'éducation, la santé ou encore les services numériques ; en revanche, les affaires liées à l'industrie et à tous les secteurs fortement touchés par la hausse des coûts de l'énergie et des matières premières seront sans

tenu du contexte, envisage une ouverture du capital comme la sécurisation d'une partie de son patrimoine et l'association avec un partenaire qui pourra l'aider à appréhender un avenir dont il ne distingue pas parfaitement les contours. La demande vise alors à appuyer la sécurisation du projet, par exemple dans l'appui à la stabilisation des filières de développement ou l'ajustement organisationnel. La seconde illustre un profil plus conquérant et optimiste, qui voit dans un contexte de crise une période d'opportunité lui permettant un déploiement, notamment à travers un programme de croissance externe. Les demandes visent souvent, dans ce cas-là, plus directement les capacités opérationnelles et financières de l'investisseur. »

Dans le contexte d'incertitude dans lequel naviguent en ce moment les investisseurs et les dirigeants, l'approche des dossiers et des besoins est évidemment différente en fonction des secteurs. « Les crises, dont la conséquence la plus notable est davantage une polarisation du marché qu'un assèchement, ont entraîné plus de finesse dans l'analyse des deals. Alors que, il y a encore quelques mois, les liquidités étaient abondantes et

doute plus compliquées à faire sortir. Dans ces dossiers, des clauses qui avaient plus ou moins disparu sont de retour dans les règlements juridiques des opérations : c'est le cas notamment des compléments de prix qui apparaissent parfois comme la seule solution pour rapprocher les attentes des vendeurs et celles des acheteurs. « Dans les secteurs les plus attractifs, les besoins des dirigeants portent sur un accompagnement pour de la croissance externe et une opportunité de cash-out. Nous leur conseillons de profiter de la bonne santé de leur marché pour sécuriser une partie de leur patrimoine dans ces moments-là, car ce n'est pas lorsque les valorisations s'ajusteront à la baisse qu'il faudra le faire, indique Bertrand Thimonier, président de la banque d'affaires Adviso Partners. Dans les autres secteurs, les dirigeants attendent un soutien managérial et stratégique : beaucoup ont été sensibles à la disponibilité des fonds pendant la crise sanitaire. »

ÉQUILIBRE CÉDANT-INVESTISSEUR

Un autre facteur est aussi à prendre en compte dans la manière d'apprécier le niveau d'accompagnement d'une participation, qui prend forme dès la structuration de l'opération et qui tient au poids que conserve dans l'organisation le fondateur ou dirigeant ouvrant son capital. « Nous voyons davantage de dossiers de transmission avec la volonté de fondateurs de valoriser le travail de toute une vie, poursuit Bertrand Thimonier. De manière générale, des dirigeants font entrer des fonds à leur capital pour gagner en crédibilité dans le développement de leur entreprise auprès de leurs clients. Ces actionnaires professionnels les aident à structurer leur stratégie et leur gouvernance, améliorent leur marque employeur et les accompagnent dans des opérations de croissance externe. » De nombreux observateurs corroborent cette idée selon laquelle les dossiers de transmission sont ●●●

« DES DIRIGEANTS FONT ENTRER DES FONDS À LEUR CAPITAL POUR GAGNER EN CRÉDIBILITÉ DANS LE DÉVELOPPEMENT DE LEUR ENTREPRISE AUPRÈS DE LEURS CLIENTS. CES ACTIONNAIRES PROFESSIONNELS LES AIDENT À STRUCTURER LEUR STRATÉGIE ET LEUR GOUVERNANCE, AMÉLIORENT LEUR MARQUE EMPLOYEUR ET LES ACCOMPAGNENT DANS DES OPÉRATIONS DE CROISSANCE EXTERNE », BERTRAND THIMONIER, ADVISO PARTNERS





« LA PYRAMIDE DES ÂGES FAIT QUE LA TRANSMISSION EST DE PLUS EN PLUS UN SUJET POUR DE NOMBREUX ENTREPRENEURS. NOUS VOYONS DE PLUS EN PLUS SOUVENT DES LBO ALIGNÉS AVEC DES PACTES DUTREIL, QUI FACILITENT LA TRANSMISSION D'UNE ENTREPRISE À SES ENFANTS », JÉRÉMIE JEAUSSERAND, JEAUSSERAND AUDOUARD

du capital veut-il conserver ? Il doit trouver le bon équilibre entre un cash-out, la capacité d'investissement du fonds, le niveau de la dette, et ce qu'il est prêt à risquer à nouveau dans l'opération. Tout cela est largement à la main du fondateur qui rend de ce fait le prix de vente malléable en fonction de l'endroit où il place les différents curseurs », détaille Claire Revol-Renié, associée chez Scotto Partners. De même, l'appréciation du dossier par le fonds d'investissement sera différente en fonction de telle ou telle situation. Ainsi, dans un contexte de réinvestissement limité du sortant, il sera plus regardant sur la qualité de l'équipe dirigeante qui devra reprendre le flambeau d'un point de vue opérationnel. « La gouvernance est à coup sûr un sujet sensible lors de la négociation des pactes d'actionnaires. Quand tout va bien, le fonds laisse plus volontiers la main aux dirigeants ; lorsque l'environnement est plus incertain, ceux-ci aimeraient bien garder une grande autonomie, mais l'investisseur est parfois désireux de reprendre une forme de contrôle sur l'équipe, signale Jérémie Jeausserand. L'autre thème incontournable est celui du partage de la valeur dans le cadre des management packages (voir encadré page 29). »

Une fois que l'opération a été menée à bien, les attentes des dirigeants se portent logiquement davantage sur le pilotage stratégique de l'entreprise. « En 2021, nous nous sommes posé la question de savoir si nous poursuivions notre développement comme nous le faisons depuis treize ans, en franchissant les étapes progressivement au gré d'une croissance annuelle d'environ 30 %, ou si nous accélérions fortement en nous associant à un investisseur », illustre Jérémy Spy, fondateur de l'opérateur d'infrastructures cloud Naitways, qui a finalement opté en 2022 pour une opération sponsorless avec Andera Acto (lire aussi page 9). Bien entendu, cette configuration particulière laisse une grande latitude à l'équipe de direction, puisque le fonds n'a qu'une participation très minoritaire, l'essentiel de son investissement étant en instruments non dilutifs. « Nous cherchions un fonds qui parle le même langage que nous, qui comprenne notre business et qui ne soit pas ultra-financier

... probablement plus présents dans les deals flows actuels des banques d'affaires et des fonds. Cela peut s'expliquer par le fait que des chefs d'entreprise, peu importe leur âge mais à plus forte raison s'ils approchent du moment de prendre leur retraite, cherchent à accélérer un processus de cession après avoir passé trois années compliquées, au cours desquelles les crises se sont enchaînées. « La pyramide des âges fait que la transmission est de plus en plus un sujet pour de nombreux entrepreneurs, précise Jérémie Jeausserand. Nous voyons donc de plus en plus souvent des LBO alignés avec des pactes Dutreil, qui facilitent la transmission d'une entreprise à ses enfants. Ce sont généralement des opérations minoritaires, avec un représentant de la famille fondatrice qui reste dirigeant. »

Au-delà, « les attentes autour de la structuration d'une opération de LBO sont très différentes en fonction de la place que conserve ou non la famille fondatrice ou le dirigeant cédant. Souhaite-t-il rester majoritaire ou devenir minoritaire ? Dans ce dernier cas, quelle part

sans être non plus trop entrepreneur et donc intrusif dans notre gestion de la société. Avoir un partenaire de ce type a un impact psychologique important au sens où nous nous sentons libérés pour prendre des décisions stratégiques plus ambitieuses et mieux maîtrisées à la fois, car nous savons qu'une équipe de qualité nous soutient. Celles-ci peuvent être de tous ordres, qu'il s'agisse de structurer une acquisition, d'avoir un avis sur un recrutement à un poste-clé... Plus généralement, les équipes d'Andera Partners font preuve d'une grande pédagogie pour nous faire monter en compétences, notamment sur le plan financier, poursuit le chef d'entreprise. Nous avons des points d'étapes régulières prévus dans le pacte d'actionnaires ; cependant, nous nous parlons bien plus souvent que le rythme prévu et de tous les sujets que l'on souhaite. Les équipes d'Andera sont toujours disponibles et de bon conseil. »

SPARRING PARTNER OPÉRATIONNEL

Dans un tout autre domaine, la cleantech, Hugo Lucas, dirigeant de Revcoo, témoigne aussi de l'apport de l'un de ses actionnaires depuis 2022, Hand Partners (en co-investissement avec Demeter, Kreaxi, Ventech et Crédit Agricole Création), qui a fait de l'accompagnement opérationnel des dirigeants sa marque de fabrique : « Revcoo profite aujourd'hui d'un suivi quotidien pour répondre à ses challenges du moment. En plus de partager son expertise commerciale et financière, Stanislas Canova, fondateur de Hand Partners, entretient une relation privilégiée avec ses souscripteurs, ce qui nous donne accès à un réseau large et diversifié pour trouver des réponses à des questions sur des thématiques spécifiques. »

« Nous investissons à trois stades de maturité différents : "start-up", "micro small cap" et "petit small cap" avec un fonds unique. Les attentes sont diverses chez les uns et chez les autres, mais, dans tous les cas, nous croyons à la nécessité d'apporter à nos participations des briques de compétences fonctionnelles afin d'améliorer la création de valeur, présente Stanislas Canova, ancien entrepreneur et conseil en stratégie qui a lancé Hand Partners en 2021. Nous les répartissons en trois domaines. Le premier est la stratégie, avec une proposition de co-réflexion avec le dirigeant autour de ses enjeux stratégiques qui peut aller jusqu'à un travail sur la refonte de son offre et de sa politique d'acquisition clients. Le deuxième sujet est le business development avec une aide en termes de négociation commerciale, de transformation des prospects en clients, de revue des outils marketing et de relation clients, jusqu'à du growth hacking. Ces thématiques intéressent particulièrement les patrons de start-up et petites entreprises qui sont souvent friands d'apports de prospects. Enfin, nous avons des propositions d'accompagnement dans le domaine de la finance, en particulier comme outil au service de la stratégie et du business development, du pilotage de la performance, du BFR... »

Le premier véhicule d'investissement de Hand Partners devrait finaliser sa levée dans le courant de l'été. Son objectif est fixé à une dizaine de millions d'euros ; il en a

« NOUS INVESTISSONS À TROIS STADES DE MATURITÉ DIFFÉRENTS : "START-UP", "MICRO SMALL CAP" ET "PETIT SMALL CAP" AVEC UN FONDS UNIQUE. (...) DANS TOUTS LES CAS, NOUS CROYONS À LA NÉCESSITÉ D'APPORTER À NOS PARTICIPATIONS DES BRIQUES DE COMPÉTENCES FONCTIONNELLES AFIN D'AMÉLIORER LA CRÉATION DE VALEUR », STANISLAS CANOVA, HAND PARTNERS



LES DIRIGEANTS RESTENT ATTENTIFS AU RISQUE FISCAL DE LEURS MANAGEMENT PACKAGES

La demande des entrepreneurs pour une sécurisation fiscale accrue de leurs management packages ne faiblit pas, bien au contraire. « Nous constatons une tendance à réaliser davantage de cash-out lorsque cela est possible afin de faire face aux risques fiscaux », confirme Claire Revol-Renié, associée chez Scotto Partners. Ces sujets génèrent un vrai stress chez les dirigeants qui s'approprient à accueillir un fonds à leur capital. » Si les craintes entourant le traitement fiscal des packages sont aussi anciennes que le private equity, elles ont sans aucun doute franchi un palier supplémentaire depuis les décisions rendues par le Conseil d'État en juillet 2021.

« Le Conseil d'État avait estimé que l'incessibilité des actions détenues par des dirigeants, qui est la condition de l'alignement des intérêts entre un actionnaire minoritaire tel qu'un dirigeant et un fonds, justifiait de considérer ces dernières comme du salaire. Le problème est que ce désir d'alignement des intérêts ne peut être totalement ignoré, au risque de perdre le sens même du LBO, met en perspective l'avocate. La solution à laquelle la place parisienne souscrit de plus en plus est de faire disparaître progressivement les clauses d'inaliénabilité pour les remplacer par une clause d'agrément associée à une obligation de rachat en cas de refus d'agrément. Cela signifie que, lorsqu'un dirigeant souhaite céder ses titres, le fonds peut toujours s'y opposer, mais doit alors lui racheter à la valeur de marché (lui offrant ainsi une véritable liquidité). En revanche, afin d'éviter les effets d'aubaine, les nouvelles pratiques incluent l'application d'une décote, généralement de 20 %, sur la valeur retenue pour tenir compte du fait que l'opération intervient en dehors de tout événement de liquidité. »

Traitements internationaux

Pour les avocats spécialisés dans le conseil aux managers d'entreprises accueillant un actionnaire financier à leur capital, cette thématique



Claire Revol-Renié, associée chez Scotto Partners

représente une bonne part des négociations des pactes, avec de nombreuses implications en fonction du type de sociétés. « Dans le cas de LBO bis, tertiaire et suivants, le cadre contractuel doit être revu à la lumière de ce nouveau cadre fiscal. En outre, celui-ci pose d'autres questions dans le cas de deals de grande taille, avec des ramifications internationales. Il est nécessaire de faire la synthèse des résidences fiscales de référence de chacun des dirigeants et de trouver les solutions pour que la structuration proposée convienne à toutes les personnes contribuant à l'Ebitda de l'entreprise, détaille Claire Revol-Renié. Enfin, lorsqu'un LBO se déboucle au profit d'un acquéreur stratégique, la question de la couverture du risque de requalification des gains de cession en salaire commence à se poser. L'acheteur peut être tenté de demander que ce risque soit inclus dans une garantie de passif, ce que refusent absolument les fonds et dirigeants cédants à date. Entrer dans ce jeu ferait prendre des engagements financiers beaucoup trop lourds à toute la place. » Les tensions sont suffisamment importantes pour ne pas en rajouter et donner du grain à moulin aux magistrats administratifs.

récolté à ce jour 6 millions. Ses souscripteurs sont uniquement des personnes physiques, au nombre de 35 aujourd'hui, qui sont toutes d'anciens entrepreneurs, investisseurs ou associés de cabinets de conseil en stratégie. Si Stéphane Canova et son équipe rapprochée peuvent intervenir eux-mêmes aux côtés des dirigeants, il arrive aussi que les contributeurs au fonds s'impliquent dans des missions opérationnelles ou de conseil. « Nous positionnons nos associés lorsque c'est utile pour le chef d'entreprise, confirme le fondateur de Hand Partners. Dans tous les cas, nous sommes dans une démarche de co-structuration et de co-gestion de projets avec lui sur la base d'une méthode qui a fait ses preuves. Elle consiste en un accompagnement intensif de 20 à 30 jours en moyenne (maximum 50 jours) au cours duquel nous définissons les projets via des milestones à atteindre. Nous avons ensuite un suivi hebdomadaire des différents sujets, de cinq à dix réunions plus approfondies et de visu par an et, si besoin, des missions "coup de poing" courtes, ciblées et à forte valeur ajoutée. » Cette idée sous-jacente qu'un sparring partner lui-même issu du monde de l'entreprise est probablement le plus à même de comprendre les attentes d'un dirigeant, et donc d'y répondre de la manière la plus pertinente possible, est aussi à la base de l'essor des operating partners. Alors qu'un événement leur sera consacré le 1^{er} juin à Paris, ces derniers sont de plus en plus recherchés par les fonds de private equity désireux de se distinguer dans ce domaine de l'accompagnement. « L'operating partner est le double du dirigeant : il connaît parfaitement le fonctionnement de l'entreprise, pour l'avoir vécu lui-même, sans en avoir aujourd'hui la pression de sa gestion quotidienne. Il peut aider le patron à prioriser les sujets, à anticiper les difficultés, à trouver et à mettre en place des solutions concrètes en réalisant sa due diligence opérationnelle et à s'assurer que le business plan est exécutable, voire l'exécuter lui-même au côté du dirigeant, explique Isabelle Saladin, présidente d'I&S Adviser. En tant que chef d'orchestre, il a cette vision globale et peut préconiser l'intervention de ressources fonctionnelles, que l'on appelle "business partners", pour répondre à des besoins précis. C'est en phase avec le changement de paradigme que l'on constate en temps de crise, à savoir qu'il y a une attention particulière portée à l'exécution et à ceux qui en sont chargés. Dans ce contexte, parler avec quelqu'un qui a vécu la même chose que vous et être accompagné dans la mise en place de mesures concrètes est un plus. Les fonds ont pris conscience qu'ils doivent s'adapter à cette nouvelle donne, qui n'est rien de moins qu'une nouvelle activité pour eux, et se montrent plus alertes sur ces questions, comprenant parfaitement qu'un accompagnement opérationnel de qualité est une façon de sécuriser leur investissement. »

EN QUÊTE DE PERFORMANCE

Dans un podcast daté du 21 mars dernier, les experts du cabinet de conseil en stratégie Bain & Company ne disaient pas autre chose, soulignant « l'urgence renouvelée » de mener des due diligences opérationnelles dans un contexte de pression sur les marges des entreprises. « Nous constatons que les marges d'Ebitda baissent dans beaucoup de deals de private equity. Les équipes d'investissement tablaient sur une amélioration de quelques points et se retrouvent plutôt avec une contraction de quelques points », prévenait Greg Schooley, qui pilote l'équipe de Création de valeur opérationnelle du cabinet de conseil. Chez UI Investissement, une autre initiative a été prise en ouvrant l'Académie UI. « Notre idée était de créer un outil dont la vocation serait d'appuyer une équipe qui nous semblait néanmoins engagée et expérimentée, rappellent ses fondateurs Michel Déprez et Olivier Jarrousse. Elle est un outil structuré autour d'Entrepreneurs UI (une cinquantaine de dirigeants visant à apporter un soutien très concret aux dirigeants), de Partenaires UI (une quinzaine de sociétés de conseil qui couvrent les principaux process opérationnels et fonctions support des entreprises) et d'un Lab UI qui a pour objectif de canaliser et de diffuser expertise et expérience vers les 300 dirigeants des sociétés de nos différents portefeuilles à travers des masterclass, des rencontres... » En mettant ainsi à disposition de leurs dirigeants des ressources de toutes sortes, les GPs savent pertinemment qu'ils améliorent leurs chances d'atteindre leurs objectifs de performance, tout en aidant des entrepreneurs, parfois jeunes, à franchir un cap. ■ **E.L.L.**