



Le **nouvel**  
**Economiste**  
**Corporate Finance**

N°2114 | TRIMESTRIEL

La gestion stratégique du haut de bilan

15 AVRIL 2022 | 5€

Éditorial

Le haut de bilan,  
plus que jamais



À l’heure où la transformation devient le maître mot des entreprises, grandes et petites, la gestion stratégique de leur haut de bilan est plus que jamais d’actualité. Transformation digitale, transition énergétique, mise aux normes environnementales, sociales et de gouvernance (ESG), autant de mutations qui amènent dirigeants et entrepreneurs à repenser les quatre frontières de l’entreprise : industrielle, commerciale, managériale et financière. S’ajoute à cela la croissance naturelle, organique et externe, propre de toute entreprise, qui pose la question de sa stratégie capitalistique et actionnariale et de ses différents modes de financements.

Et qui requiert tout un écosystème de professionnels et de compétences auxquels faire appel : fonds d’investissement, banques d’affaires et cabinets de fusions-acquisitions, conseils en stratégie et audits, avocats d’affaires et spécialistes de procédures collectives, etc.

Telle est donc la raison d’être de “Corporate Finance”, au travers de ses analyses, entretiens, et dossier : permettre aux dirigeants d’entreprise et aux directions financières et juridiques de suivre en ligne et en continu l’évolution des stratégies et des techniques financières, et de mieux connaître les différents opérateurs en matière de haut de bilan.

Henri J. Nijdam,  
Directeur de la rédaction

**Book value intellectuelle**  
**Apologie du capital-risque**  
p. 8

**Capitalisme patient**  
Les family offices sur les  
terres du capital-risque  
p.9

DOSSIERS

**Création de valeur**  
La mue ESG du capital  
investissement p. 18

**Start-up**  
La levée de fonds, aussi  
une affaire d’avocats p. 20

**Critères extra-financiers**  
La finance durable  
dans le non-coté p. 22

Operating partners

# Comment les fonds participent à la transformation des entreprises

Mutation numérique, transition énergétique, problématiques ESG, les trois nouvelles priorités du private equity



Les fonds de private equity sont en position d’accompagner au plus près les entreprises dont ils sont actionnaires, en siégeant notamment à leur conseil d’administration.

PAR CHARLES ANSABÈRE

**Se transformer pour se développer.** En structurant en permanence une réflexion sur la

pertinence d’un business model, d’une gamme de produits ou d’un réseau de distribution, toute entreprise se donne nécessairement les moyens de tracer une trajectoire de croissance sur le

long terme et d’identifier ses perspectives de développement. En la matière, rien de très nouveau. Mais il faut bien avouer que ce principe a pris une toute nouvelle dimension sur fond de

crise liée à la Covid-19. Du fait de la succession de trous d’air dans l’économie qu’elle a suscités, les besoins d’adaptation des entreprises se sont sensiblement accrus. Tous secteurs confondus... p. 2

Avantages & inconvénients

## Pourquoi le refinancement des PGE pose question

Il est possible de rééchelonner les prêts garantis par l’État, alors qu’arrivent les premières échéances de remboursement. Mais est-ce une bonne option ?

CHARLES ANSABÈRE

**Deux ans, déjà.** Deux ans que la pandémie de Covid-19 a engendré une situation inédite, avec un confinement général entraînant la mise

à l’arrêt de l’économie. En réaction, l’État français a très vite mis en place un arsenal de mesures faisant écho au “quoi qu’il en coûte” décidé par le président de la République. Avec pour pierre angulaire les prêts

garantis par l’État (PGE), instaurés dès avril 2020. Résultat : plus de 700 000 prêts délivrés aux entreprises par le secteur bancaire, pour un montant global d’environ 145 milliards d’euros

– octroyés pour les trois quarts entre mars et juin 2020. Initialement conçus pour être remboursés dans un délai d’un an, ceux-ci ont vite été recalibrés en réponse à l’incertitude économique qui perdurait... p. 4

Innovation & stratégie

## Quand les fonds s’impliquent dans la transformation des entreprises

Transformation numérique, transition énergétique, réforme de la gouvernance, croissance externe

JEAN ROGNETTA

Finies les grandes heures du LBO, où la rentabilité issue du levier suffisait à satisfaire les actionnaires. Depuis le LBO de fin 2019, Siparex aide le transporteur routier Jacky Perrenot (JP) à accélérer simultanément sur quatre fronts :

transformation numérique, transition énergétique, réforme de la gouvernance et croissance externe. L’investisseur a notamment dépêché un directeur des opérations pour conseiller Jacky Perrenot dans sa transformation numérique. C’est là une fonction assez nouvelle dans le private equity français... p. 6

‘Dry powder’

## Les fonds de dettes privées à court d’emprunteurs

Trop d’actifs à allouer pour trop peu de cibles, dans un environnement économique incertain

LAURENCE FLETCHER, FT

Les fonds accordant des prêts à des entreprises privées ont connu un grand succès auprès des investisseurs au cours de la dernière décennie. Mais certains allocateurs craignent désormais que la forte croissance de leurs actifs et un environnement

économique incertain n’exercent une pression sur les rendements. Le secteur de la dette privée est l’une des classes d’actifs alternatives les plus prisées depuis la crise financière, passant de moins de 400 milliards de dollars d’actifs à la fin de 2008 à environ 1 200 milliards... p. 10



## Editorial

### Faire levier sur les investisseurs

Quoi de plus générique que le terme de “transformation d’entreprise” ? On est pourtant loin du pont aux ânes. Plus que jamais, face aux incertitudes nées d’une succession historique de crises dans un laps de temps court, la question d’une révision des organisations et des modes de production s’impose à tous. D’autant que

l’inflation et le changement climatique déploient leurs effets, quels que soient le secteur d’activité et la taille de l’entreprise. Or les dirigeants d’entreprise peuvent se trouver dépourvus au moment de concrétiser une telle idée. À juste titre, d’ailleurs. Il en va de la définition même de la stratégie à adopter, sans pour

autant être contraint de remettre l’intégralité de l’ouvrage sur le métier – si tant est que cette expression venue d’un autre temps soit encore d’usage... Ici, nulle recette “miracle”. Se lancer à corps perdu dans la transformation numérique ou la transition environnementale et sociale peut heurter frontalement la culture de l’entreprise et la déséquilibrer. Tout est question de préparation. Et c’est pour cette raison que faire appel à

ses actionnaires – en particulier quand ils sont financiers – doit être le réflexe à adopter pour mieux négocier un virage aussi décisif. La conversion des fonds d’investissement à la transformation numérique et aux critères d’investissement ESG (environnement, social, gouvernance) entraîne dans leur sillage moult cabinets de conseil spécialisés, quand ils ne créent pas leurs propres équipes pour aider les sociétés.

Il existe évidemment une alternative : faire le dos rond. Mais cela revient à nier que les entreprises engagées dans un processus de transformation gagnent en valeur, grâce à leur plus grande agilité. Un tel argument, s’il n’enlève en rien à la difficulté de faire, devrait définitivement convaincre les dirigeants qui hésiteraient encore à franchir l’obstacle.

Charles Ansabère et Jean Rognetta,  
Rédaction en chef Corporate Finance

## Operating partners

# Comment les fonds participent à la transformation des entreprises

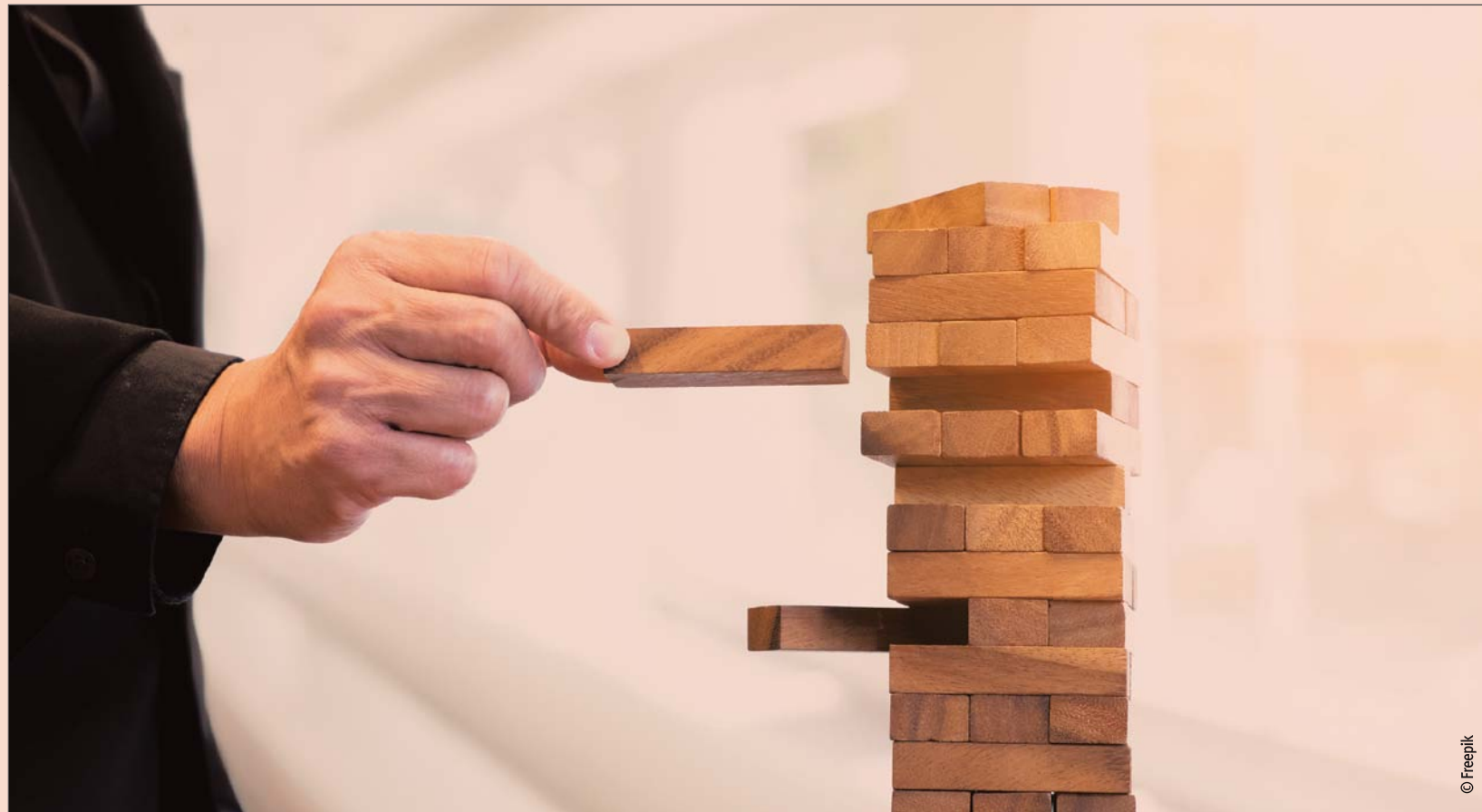
Mutation numérique, transition énergétique, problématiques ESG, les trois nouvelles priorités du private-equity

PAR CHARLES ANSABÈRE

**Se transformer pour se développer.** En structurant en permanence une réflexion sur la pertinence d’un business model, d’une gamme de produits ou d’un réseau de distribution, toute entreprise se donne nécessairement les moyens de tracer une trajectoire de croissance sur le long terme et d’identifier ses perspectives de développement. En la matière, rien de très nouveau. Mais il faut bien avouer que ce principe a pris une toute

**Autre thématique désormais incontournable : la collecte et l’exploitation des data disponibles afin de mieux se conformer aux attentes des clients et de mieux organiser les outils de production et de distribution**

nouvelle dimension sur fond de crise liée à la Covid-19. Du fait de la succession de trous d’air dans l’économie qu’elle a suscités, les besoins d’adaptation des entreprises se sont sensiblement accrus. Tous secteurs confondus. Toutes tailles également. Il n’aura ainsi échappé à personne que la question de la digitalisation est devenue encore plus prégnante qu’avant la crise. Conséquence imprévisible des confinements subis : disposer d’une vitrine sur Internet n’est plus une option, mais un prérequis pour enregistrer des ventes dans un environnement où les réseaux de distribution physique ont souvent eu du mal à retrouver de leur superbe. Et la tendance ne devrait pas s’inverser, puisque 20 % du commerce de détail devrait transiter via Internet à l’horizon 2030, selon une estimation de la Fédération du e-commerce (Fevad). Autre thématique désormais incontournable : la collecte et l’exploitation des data disponibles afin de mieux se conformer aux attentes des clients et de mieux organiser les outils de production et de distribution. Si



vaste soit-elle, cette thématique ne saurait être mise de côté plus longtemps, tant il est devenu essentiel de travailler systématiquement les données clients et d’en faire un véritable outil stratégique et concurrentiel. Y compris en ayant recours à l’intelligence artificielle... De fait, l’accélération des projets de transformation numérique change la donne de ce que certains qualifient de “monde d’après”. Dans une étude couvrant les États-Unis, le Royaume-Uni, l’Allemagne et la France, dévoilée le 19 janvier dernier, l’éditeur de logiciels Software AG en décrypte les contours après avoir interrogé plus de 700 responsables informatiques. Reconnaisant “un besoin – voire une nécessité – d’opter pour la transformation”, 78 % d’entre eux ont majoritairement orienté leurs budgets IT à la hausse l’an passé. D’ailleurs, ce que l’étude qualifie de “dette technique IT” devrait encore progresser en 2022 : les responsables interrogés y sont également favorables

à hauteur de 78 %, en raison essentiellement d’une volonté de développer de nouveaux produits digitaux (39 % des répondants), de moderniser les infrastructures (34 %) et d’analyser et d’intégrer les données (32 %).

### Des operating partners “numériques” pour les fonds

Évidemment, cette tendance de fond ne touche pas seulement les directions d’entreprise. Les fonds de capital-investissement – ou private equity – s’intéressent eux aussi de très près à la question de la transformation numérique des sociétés dont ils sont actionnaires. Conscients que le rendement de leurs investissements viendra tant du prix payé à l’entrée que de la croissance de leurs participations, ils ont été nombreux à intervenir davantage à leurs côtés au printemps 2020, en vue de les aider à définir leur feuille de route dans le digital. Notamment en mutualisant les expériences des sociétés de leurs portefeuilles. C’est d’ailleurs ce

qui les différencie – a priori – des asset managers, puisque ces fonds sont en position d’accompagner au plus près les entreprises, en siégeant notamment à leur conseil d’administration. Bien évidemment, ceux-ci ne limitent pas cette interaction au seul sujet du numérique, bien que le digital s’est sans nul doute placé en bonne position parmi les voies à explorer depuis maintenant deux ans. En atteste notamment ce qui ressort d’un livre blanc dévoilé fin novembre 2021 par France Invest, l’association professionnelle réunissant les fonds de capital-investissement, et élaboré en collaboration avec le cabinet de conseil Bain & Company. Dans ce document, est notamment expliqué que les operating partners dont s’entourent volontiers les fonds – d’ailleurs qualifiés de “véritables catalyseurs de croissance et de création de valeur” – inscrivent la transformation numérique au rang des “top priorités”. Étant donné que 18 % des fonds interrogés s’appuient au moins sur un operating

partner et que 25 % d’entre eux envisagent d’en embaucher au moins un, nul besoin d’être devin pour comprendre que private equity rime aussi avec IT. D’autant que ne pas s’inscrire dans cette tendance de marché reviendrait à accuser un retard certain sur ses concurrents, alors que les professionnels du capital-investissement sont actuellement soumis à une rude concurrence...

### L’ESG, une réalité dans le non-coté

Preuve supplémentaire de la volonté des fonds de capital-investissement d’accompagner au plus près leurs participations : plus de 40 % des 80 plus grands gérants de l’Hexagone ont embauché en interne au moins un operating partner. Et pour être certains d’actionner tous les leviers de croissance disponibles, ces actionnaires explorent de plus en plus ce qui a trait à l’ESG – environnement, social, gouvernance. Une thématique dont tous les observateurs s’accordent à dire qu’elle semble désormais s’acquitter du





“En matière d’ESG, la focale est aujourd’hui très orientée sur tout ce qui a trait au climat et à la transition énergétique. Mais on voit également monter d’autres thématiques comme la biodiversité, la circularité, l’équité et l’inclusion, ainsi que les droits humains.”  
Raphaël Hara, société de conseil Ksapa.

statut de “sujet à la mode” pour devenir une réalité. France Invest a d’ailleurs débuté l’année 2022 avec une annonce loin d’être anecdotique: l’association professionnelle, qui scrute les sujets de l’ESG depuis plus de dix ans, vient de désigner Noëlla de Bermingham – une transfuge de la direction développement durable d’Accor ayant orienté sa carrière vers le private equity en 2014 – comme présidente de sa commission dédiée. Rebaptisée pour l’occasion

“sustainability”, cette commission articulera son action autour de trois thèmes... dont celui de la transformation des entreprises. Cela étant, il convient d’aborder le sujet avec précaution. En première lecture, il peut sembler que les sociétés de gestion en private equity aient engagé des actions dans le domaine de l’ESG depuis longtemps. En France, nombre d’entre elles ont ainsi souscrit aux Principes pour l’investissement responsable des Nations Unies (UNPRI), lancés à l’initiative de Kofi Annan en 2005. Et dans cette logique, leurs sites Internet proposent souvent des rapports ESG relatifs à leur activité, laissant penser que travailler sur chacun de ces trois leviers n’est désormais plus l’exception, mais bien la règle. Mais bien entendu, la réalité est plus complexe. “Les professionnels du non-côté ne peuvent plus se contenter de produire un rapport sur papier glacé dans ce domaine sans décrypter en détail les actions menées et les preuves de leur efficacité, même si certains n’ont pas encore fait un tel saut qualitatif”, évoquent certains observateurs. Mais désormais, les pressions pour corriger le tir se font nombreuses. Depuis 18 à 24 mois, l’univers du private equity se tourne plus massivement vers l’ESG. “La pression réglementaire est très forte, incitant les fonds de capital-investissement à accélérer dans leur politique ESG, explique Yannick Grandjean,

président-fondateur du cabinet de conseil en transformation durable Sirsa, qui édite la plateforme SaaS Reporting21. En outre, nombre d’entre eux ont procédé à des levées de fonds ces deux dernières années. Au moment de se tourner vers leurs pour-

## Les fonds peuvent jouer un rôle de catalyseur pour les sociétés qu’ils accompagnent, les attentes des investisseurs, des banques et des grands clients ayant tendance à converger en matière d’ESG

voyeurs de capitaux, ils ont rencontré nombre d’institutionnels très engagés dans ce domaine, ce qui les a davantage incités à structurer une stratégie ESG pour lever du capital.”  
“En matière d’ESG, la focale est aujourd’hui très orientée sur tout ce

qui a trait au climat et à la transition énergétique, observe Raphaël Hara, directeur général de la société de conseil Ksapa. Mais on voit également monter d’autres thématiques comme la biodiversité, la circularité, l’équité et l’inclusion, ainsi que les droits humains. Les fonds peuvent jouer un rôle de catalyseur pour les sociétés qu’ils accompagnent, les attentes des investisseurs, des banques et des grands clients ayant tendance à converger en matière d’ESG.”

### Des fonds à impact

Face à un spectre aussi large, les fonds de capital-investissement ont donc le choix. Mais certains vont encore plus loin. Dans la profession, on parle de plus en plus de fonds à impact, privilégiant des investissements “menés avec l’intention de générer un retour positif, ayant un impact social et environnemental mesurable, tout en assurant un rendement financier”. Leur politique: définir et déployer une stratégie d’investissement stricte dans des entreprises s’engageant sur davantage de responsabilité en ESG. D’ailleurs, il se dit que la crise de la Covid-19 inciterait encore plus les fonds à se tourner vers ce genre d’investissement pour mieux traverser les périodes de turbulence telle que celle née il y a deux ans maintenant. L’avenir dira si cette tendance est, elle aussi, durable. ■

## Corporate Finance

La gestion stratégique du haut de bilan  
E-mail: [prenom.nom@nouveleconomiste.fr](mailto:prenom.nom@nouveleconomiste.fr)  
Abonnements: [abonnements@nouveleconomiste.fr](mailto:abonnements@nouveleconomiste.fr)  
Henri J. Nijdam,  
directeur de la publication et de la rédaction  
[henri.nijdam@nouveleconomiste.fr](mailto:henri.nijdam@nouveleconomiste.fr)  
Rédaction en chef:  
Charles Ansabère, Jean Rognetta  
Editrice déléguée: Sophie Vinceneux:  
[sophie.vinceneux@nouveleconomiste.fr](mailto:sophie.vinceneux@nouveleconomiste.fr)

**Le nouvel Economiste**  
Affaires publiques, Entreprises, Économie sociale  
Journal d’analyse et d’opinion paraissant le vendredi  
40, rue de Trévise - 75009 - Paris  
E-mail: [prenom.nom@nouveleconomiste.fr](mailto:prenom.nom@nouveleconomiste.fr)  
Abonnements: [abonnements@nouveleconomiste.fr](mailto:abonnements@nouveleconomiste.fr)  
Henri J. Nijdam,  
directeur de la publication et de la rédaction  
[henri.nijdam@nouveleconomiste.fr](mailto:henri.nijdam@nouveleconomiste.fr)

Société Nouvelle du Nouvel Économiste S.A. au capital de 37 000 euros. Président: Bruno Ledoux; directeur général, Alexandre Almajeau. Principal actionnaire: BLHM, MB Participations. - Financière Nouvel Éco S.A. au capital de 4 098 590 euros, une participation de Media Capital S.A.; Président, directeur général: Henri J. Nijdam. Administrateurs: Alexandre Almajeau, Jean-René Jancrède. Print France Offset 79, route de Roissy, 93290 Tremblay-en-France. Dépôt légal: janvier 1993. Numéro de commission paritaire: 0722 C 85258. ISSN: 0395-6458.



KaBLÉ

COMMUNICATION

L'AGENCE

DE

RELATIONS MÉDIAS

DU CORPORATE FINANCE

40+

FONDS, BANQUES & CONSEILS ACCOMPAGNÉS

TOP 10

FINANCIAL PR ADVISORS EN FRANCE DEPUIS 2014

SOURCE MERGERMARKET

[www.kable-communication.com](http://www.kable-communication.com)



Avantages & inconvénients

# Pourquoi le refinancement des PGE pose question

Il est possible de rééchelonner les prêts garantis par l’État, alors qu’arrivent les premières échéances de remboursement. Mais est-ce une bonne option ?

PAR CHARLES ANSABÈRE

**Deux ans, déjà.** Deux ans que la pandémie de Covid-19 a engendré une situation inédite, avec un confinement général entraînant la mise à l’arrêt de l’économie. En réaction, l’État français a très vite mis en place un arsenal de mesures faisant écho au “quoi qu’il en coûte” décidé par le président de la République. Avec pour pierre angulaire les prêts garantis par l’État (PGE), instaurés dès avril 2020. Résultat : plus de 700 000 prêts délivrés aux entreprises par le secteur bancaire, pour un montant global d’environ 145 mil-

**En début d’année, l’État a choisi de desserrer une nouvelle fois la contrainte financière que représentent les PGE.**

liards d’euros – octroyés pour les trois quarts entre mars et juin 2020. Initialement conçus pour être remboursés dans un délai d’un an, ceux-ci ont vite été recalibrés en réponse à l’incertitude économique qui perdurait... et à la perspective de défauts de remboursement qui en découlait. “Deux mesures ont modifié le dispositif d’origine : l’amortissement des prêts, autorisé pour une durée maximale de 5 ans, soit jusqu’en 2026, ainsi que, depuis le 19 janvier 2022, l’ajout de la restructuration dans le cadre de la médiation du crédit pour ne débiter les remboursements qu’au printemps 2022, pour les premiers prêts souscrits”, rappelle Jean-Charles Boucher, associé du cabinet d’audit et de conseil RSM. Bien évidemment, cette date butoir d’avril 2022 n’est pas un couperet pour toutes les entreprises ayant sollicité un PGE : 11 % d’entre elles ont déjà remboursé ce prêt au cours de l’année dernière, selon les données du Trésor. En revanche, pour les autres, une question se pose : comment composer avec ce remboursement à l’heure où les nuages sombres continuent de rendre incertaine la reprise économique tant attendue ?

## “Reprofilage” de PGE

Par anticipation, l’État est à nouveau intervenu en tout début d’année. Conscient de la persistance du problème (et soumis à un fort lobbying venant des fédérations d’artisans, de commerçants et de professionnels



Pour les entreprises qui n’ont pas encore purgé leur PGE, comment composer avec ce remboursement à l’heure où les nuages continuent de rendre incertaine la reprise ?

de l’hôtellerie-restauration), il a choisi de desserrer encore une fois la contrainte financière que ces prêts représentent, en ciblant les entreprises aux difficultés avérées. Outre l’octroi de 6 mois supplémentaires pour le remboursement de leurs premières échéances – à compter d’octobre 2022 –, il leur offre désormais la possibilité de structurer avec les banques un plan de remboursement sur une période allant jusqu’à 10 ans. On parle alors de “reprofilage” des PGE. “L’arrêté du 8 juillet 2021, publié après l’obtention de l’accord de la Commission européenne, permet l’étalement des PGE au-delà de 6 ans pour les entreprises faisant l’objet d’un contrôle juridictionnel (notamment dans le cadre de procédures de prévention – conciliations constatées ou homologuées – ou de procédures collectives – sauvegarde ou redressement), et ce tout en maintenant la garantie de l’État”, détaille Joanna Gumpelson, associée du cabinet d’avocats De Pardieu Brocas Maffei. Un détail d’importance, toutefois : un examen au cas par cas est nécessaire pour bénéficier de ces nouvelles “bouffées d’oxygène”. Une tâche qui incombe au Médiateur du crédit pour les prêts inférieurs à 50 000 euros, tandis que ceux excédant ce montant sont traités par les

comités départementaux de sortie de crise – créés dans le cadre d’un plan de soutien aux entreprises le 1<sup>er</sup> juin 2021. Avec pour contrainte supplémentaire un délai de 3 mois maximum pour établir un accord avec l’ensemble des créanciers.

**Pour convaincre les banques, il faut les solliciter dans le cadre d’une réflexion globale où la reconfiguration de la dette s’accompagne d’une réévaluation du business plan et des perspectives de redressement.**

On comprend dès lors qu’il faille peser le pour et le contre avant de solliciter un tel étalement. Même s’il est censé ne concerner qu’une minorité d’entreprises, le “reprofilage” doit être

scrupuleusement étudié pour ne pas obérer leurs capacités de rebond. Déjà considérés comme des bombes à retardement, les PGE seraient en effet en passe de le devenir encore davantage s’ils avaient pour seul objet de pousser encore plus la poussière sous le tapis. “Structurer une dette pour couvrir une dette n’est jamais la solution”, rappelle-t-on du côté des cabinets de conseil mobilisés auprès des entreprises pour traiter ce sujet.

## Hypothèses de trésorerie

L’avis des professionnels du chiffre et du droit est unanime : l’étalement n’est pas nécessairement la solution à adopter. Et ce bien que la situation soit déjà problématique pour certains. Pour convaincre les banques, il faut “montrer patte blanche”, à savoir les solliciter dans le cadre d’une réflexion globale où la reconfiguration de la dette s’accompagne nécessairement d’une réévaluation du business plan et des perspectives de redressement de l’entreprise. En l’espèce, “il est indispensable de présenter des plans d’affaires à moyen terme, nécessitant de remettre à plat les prévisions de trésorerie en considérant plusieurs hypothèses, indique Jean-Charles Boucher. Être accompagné d’un

professionnel s’avère alors une bonne option car ce travail peut être particulièrement compliqué, comme dans l’aéronautique – où l’on parle de vrai rebond seulement à l’horizon 2024 – ou encore dans l’hôtellerie, où nul ne saurait encore établir de scénario de reprise”. L’objectif : établir les conditions du retour d’un cercle vertueux, où plus de flexibilité du côté de la dette viendra appuyer les scénarios de meilleures perspectives de business plan et suscitera donc, in fine, plus d’options de sortie de crise à moyen terme.



“En cas de restructuration du PGE, la banque peut être amenée à le reclasser en prêt dit ‘non performant’ et déclarer l’entreprise en défaut.” Jean-Charles Boucher, RSM.





“L’arrêt du 8 juillet 2021 permet l’étalement des PGE au-delà de 6 ans pour les entreprises faisant l’objet d’un contrôle juridictionnel.” Joanna Gumpelson, De Pardieu Brocas Maffei.

Mais l’affaire n’est pas aussi simple. Après avoir obtenu leur PGE sans grande difficulté, puisqu’il “suffisait de lever la main pour en bénéficier”, comme le confirment les observateurs, les dirigeants peuvent ne pas avoir suffisamment conscience des efforts à fournir au moment de revenir devant leurs banques, en 2022. Pire : certains vont même jusqu’à croire qu’ils n’auront jamais à rembourser leur PGE ! Cette hypothèse semble avoir été étudiée du côté de Bercy pour les petites entreprises, il est vrai,

mais son coût l’aurait rendue inenvisageable : inutile de croire, donc, que les PGE pourraient être transformés en subventions, à l’image de ce qui s’est passé aux États-Unis...

### Prêts déclassés ?

Autre difficulté à prendre en considération, avant de se tourner vers les banques : l’évaluation des marges de manœuvre disponibles. Comme l’explique Jean-Charles Boucher, “en cas de restructuration du prêt, l’établissement bancaire peut être amené à le reclasser en prêt dit ‘non performant’ et déclarer l’entreprise en défaut, du fait des règles Bâle 1 auxquelles il est soumis. Tel sera le cas si cette restructuration entraîne une variation de plus de 1 % des flux d’échéances, et cela aura pour conséquence de dégrader le scoring de l’entreprise. C’est notamment pourquoi il serait préférable de ne pas restructurer systématiquement les remboursements en 2022, car il y aura alors fort à parier que le seuil de 1 % sera dépassé.” À noter également : avec une cotation dégradée, l’entreprise sera potentiellement en délicatesse avec la banque dans le futur, par exemple au moment de solliciter de nouveaux concours, mais aussi avec ses fournisseurs, puisque la cotation de l’assurance-crédit sera également affectée.

Jusqu’à présent, le secteur bancaire a joué le jeu et permis aux PGE de soutenir tout un pan de l’économie tricolore. Mais il pourrait durcir ses positions. D’ores et déjà, il se murmure que les établissements bancaires demandent aux PME qu’elles accompagnent d’envisager de renforcer leurs fonds propres, pour contrebalancer ces questions épineuses d’endettement. “Elles ont encore en mémoire la façon dont elles ont dû intervenir lors de la crise financière de 2008 et le fait que certaines lignes alors créées figurent encore dans leurs comptes”, rappellent certains professionnels du financement d’entreprise. Le fait est que pour l’heure, l’étalement des PGE ne concerne qu’une toute petite frange des entreprises, puisque 3 % d’entre elles

Le secteur bancaire a joué le jeu et permis aux PGE de soutenir tout un pan de l’économie tricolore, mais il pourrait durcir ses positions.

ne pourraient pas honorer leurs échéances de remboursement, selon la Banque de France (5 %, selon certaines fédérations professionnelles). “Il existe aussi des entreprises qui, n’ayant pas perçu l’intégralité du PGE auquel elles auraient pu prétendre, cherchent à obtenir un montant complémentaire en parallèle de leur demande de reprofilage de la tranche déjà perçue, observe Clotilde Delemazure, associée du cabinet d’audit et de conseil Grant Thornton. Celles-ci doivent à cette fin redonner confiance aux banques, souvent réticentes à ajouter de la

dette à la dette, en leur fournissant une information financière prévisionnelle structurée et fiabilisée, pour convaincre de la pertinence de leur business plan et de leurs perspectives.”

Et pour les entreprises qui n’auraient pas encore cherché à obtenir un PGE, deux éléments importants à garder en tête : non seulement elles ont jusqu’au 30 juin pour en faire la demande, mais le gouvernement vient d’annoncer que le plafond d’emprunt était désormais porté à 35 % du chiffre d’affaires pour les entreprises éligibles – contre 25 %, jusqu’à présent. ■



“Les entreprises doivent redonner confiance aux banques en leur fournissant une information financière prévisionnelle structurée et fiabilisée.” Clotilde Delemazure, Grant Thornton.

### Chiffres clés

Plus de 700 000 PGE octroyés

Montant total : environ 145 Mds€

TPE-PME : 99 % des bénéficiaires, pour 77 % des montants

Grands groupes : 48 PGE, pour un total de 17 Mds€

11 % remboursés en intégralité la 1<sup>re</sup> année

72 % étalés sur cinq ans

Source : Direction générale du Trésor, “Analyse des prêts garantis par l’État à fin 2021”, 3 mars 2022

## S’abonner à Corporate Finance

La gestion stratégique du haut de bilan



Vous souhaitez continuer à recevoir Corporate Finance (journal et newsletter) et accéder à la lecture en ligne de tous les articles sur  
Le nouvel Economiste.fr > Corporate Finance ?

**Abonnez-vous au nouvel Economiste**  
et bénéficiez de notre offre découverte pour 5 €  
au lieu de 10 €



**Le nouvel Economiste**  
Savoir aujourd’hui pour comprendre demain



# Quand les fonds s’impliquent dans la transformation des entreprises

Transformation numérique, transition énergétique, réforme de la gouvernance, croissance externe. Étude de cas Jacky Perrenot.

Jean Rognetta

Finies les grandes heures du LBO, où la rentabilité issue du levier suffisait à satisfaire les actionnaires. Depuis le LBO de fin 2019, Siparex aide le transporteur routier Jacky Perrenot (JP) à accélérer simultanément sur quatre fronts: transformation numérique, transition énergétique, réforme de la gouvernance et croissance externe. L’investisseur a notamment dépêché un directeur des opérations pour conseiller Jacky Perrenot dans sa transformation numérique. C’est là une fonction assez nouvelle dans le private equity français, inspirée de fonds américains comme Bain ou KKR. Traditionnellement – pour autant que l’on puisse parler de traditions dans un métier si jeune –, l’accompagnement opérationnel est du ressort du directeur de participations, qui siège au conseil d’administration de l’entreprise et, le plus souvent, a négocié le contrat d’investissement. Ce n’est que depuis quelques années que certains fonds

**Traditionnellement, l’accompagnement opérationnel est du ressort du directeur de participations, qui siège au conseil d’administration de l’entreprise. Ce n’est que depuis quelques années que certains fonds se dotent d’une équipe “transversale” qui travaille à renforcer l’ensemble des entreprises du portefeuille.**

se dotent d’une équipe “transversale”, qui travaille à renforcer l’ensemble des entreprises du portefeuille. Quand Nicolas Réquillart-Jeanson a rejoint Siparex en 2018, seuls deux autres fonds avaient pris pareille initiative: Apax, avec Gregory Salinger, et Breega, avec Olivier Willi.

## Trois modes possibles d’implication

Aujourd’hui, l’équipe que dirige Nicolas Réquillart-Jeanson, Operating Team Leader & CDO, chez Siparex Groupe est en passe d’atteindre les huit personnes. “Notre rôle est d’abord celui de la vigie, d’aider nos participations dans leur veille technologique” explique l’investisseur, qui file la métaphore nautique: “Parfois, nous descendons dans la salle des machines et mettrons la main dans le cambouis, mais jamais nous ne prenons la barre à la place du pilote de l’entreprise”. Il fait ainsi écho à un livre blanc de France Invest, l’association professionnelle dont il copréside le “Club des operating partners”. Selon cette étude du cabinet Bain & Company,



“Notre rôle est d’abord celui de la vigie, d’aider nos participations dans leur veille technologique. Parfois, nous descendons dans la salle des machines et mettrons la main dans le cambouis, mais jamais nous ne prenons la barre à la place du pilote de l’entreprise”. Nicolas Réquillart-Jeanson, Siparex

le modèle “d’équipe opérationnelle à la barre” n’est guère adopté que par les fonds de retournement, ou du moins ceux “qui ont une stratégie d’investissement orientée vers les actifs en difficulté, complexes ou nécessitant une importante transformation”. Il faut dire qu’en droit français, l’intervention directe d’un actionnaire dans la direction d’une entreprise s’apparente à de la gestion de fait, susceptible de contraindre l’actionnaire à rembourser les créiteurs en cas de défaillance. Hypothèse dont les investisseurs se gardent soigneusement, surtout en cas de LBO majoritaire, comme pour Jacky Perrenot. En revanche, les deux autres modèles, la vigie et le pont, semblent promis à un très fort développement. Nicolas Réquillart-Jeanson a aidé Jacky Perrenot – comme les autres participations de Siparex – à formuler un plan de création de valeur (PCV). Celui-ci résume, depuis la crise financière, la manière dont un investisseur conçoit sa présence et son rôle dans les sociétés de son portefeuille. Et il débouche sur quatre domaines où les directeurs d’opérations pourront donner la pleine mesure de leurs talents: la transformation numérique, les transitions environnementale, sociale et de gouvernance (ESG), les ressources humaines et la gestion des chaînes d’approvisionnement. Concrètement, Nicolas Réquillart-Jeanson a aidé Jacky Perrenot à recruter un chef digital officer et deux administratrices indépendantes, dont une spécialiste de la RSE et des transitions. Il a également proposé une évolution du système d’information avec des points d’étape réguliers. En outre, il a proposé des solutions pour la sécurité informatique. Mais la décision est

toujours restée du côté de l’entrepreneur. “L’important, c’est de garder la souveraineté en termes de décision” fait chorus Philippe Givone, président du transporteur routier: “Les actionnaires peuvent suggérer d’avancer dans telle ou telle direction, mais c’est l’entreprise qui investit”.

## Des camions à l’information

“Longtemps, nous avons été en retard sur le digital, comme toute la profession” admet l’entrepreneur, sans s’en repentir: “Quand on fait énormément de croissance externe, comme nous, il est préférable que le système d’information ne soit pas un sujet bloquant”. Mais les usages du BtoB ne sont pas ceux du BtoC: le client s’attend à pouvoir suivre sa commande, à être prévenu par SMS en cas de retard... Jacky Perrenot investit donc dans un système de gestion de flotte qui permettra de suivre en temps réel chaque camion. Les gains potentiels sont d’importance. Outre le calcul à chaque instant des émissions de CO2 et des autres particules, les conducteurs gagneront à disposer d’une cartographie professionnelle – aucun GPS ne signale aujourd’hui, par exemple, les voies interdites aux poids lourds –, ainsi qu’à la dématérialisation des protocoles de sécurité... “Prenons exemple sur Amazon, qui sait créer de la valeur sur l’exploitation des données!” s’exclame Philippe Givone, pour qui “avec un gasoil à plus de 2 euros le litre, les camions devraient pouvoir tourner 24 heures sur 24”. Déjà, les deux tiers de sa flotte bénéficient d’un double poste: avec deux conducteurs à bord, ils roulent vingt heures par jour. Le camion sans chauffeur se profile à l’horizon. Les expérimentations de “platooning”, où les camions

circulent en convoi sur autoroute, se sont révélées peu concluantes car elles réduisent le grand atout du transport routier, sa flexibilité. Mais depuis l’an dernier, le transporteur américain JB Hunt teste des camions autonomes Waymo sur les autoroutes du Texas. Il déclare avoir transporté sans encombre près de 400 tonnes de fret entre deux entrepôts situés à 425 kilomètres de distance sur l’axe très fréquenté entre Houston et Fort Worth. Et DPD, le transporteur du groupe La Poste, mène à Troyes une expérimentation avec des petits utilitaires autonomes du chinois Neolix, qui seraient déjà en service à Pékin. Si un jour la poussée technologique devient si forte dans le transport routier que les start-up se multiplient, l’accompagnement des investisseurs ne sera pas le même. “Les start-up ont moins besoin de soutien en matière de technologie que de ressources humaines, de développement



“Notre rôle est d’abord celui de la vigie, d’aider nos participations dans leur veille technologique.” Nicolas Réquillart-Jeanson, Operating Team Leader & CDO, Siparex Groupe.

commercial et de marketing/communication” remarque Olivier Willi, jusqu’à tout récemment directeur des opérations de Breega, l’un des principaux fonds d’entrepreneurs de la French Tech: “Toutes les start-up ont leur propre directeur de la technologie (CTO): on ne va pas leur dire la messe!”. Pionnier des operating partners français, Olivier Willi s’apprête à accompagner un important family office – signe que le métier s’étend au-delà des purs financiers. Pour l’heure, cependant, les ressorts du transport routier sont moins ésotériques. Désormais proche du milliard d’euros de chiffre d’affaires, Jacky Perrenot a des enjeux étroitement liés: la transition énergétique, environnementale et sociale, qui ne pourra qu’accélérer la consolidation du marché.

## Transition énergétique en trois étapes

Sur 4400 camions estampillés JP, 800 roulent déjà au gaz. “C’est un élément clé de notre investissement”, explique Thibaud de Portzamparc, Senior Investment Manager de Siparex ETI, qui a mené l’opération avec Florent Lauzet, Managing Partner: “La part des véhicules verts est déjà passée de 8 % à 20 %, et Jacky Perrenot a montré qu’il savait convaincre certains clients d’inclure la transition énergétique dans le prix du service, ce qui est rare dans le secteur”. Le transporteur s’est en effet imposé dans un segment très spécifique: ses camions fournissent les hypermarchés à partir des entrepôts. Là, quand l’enseigne est partenaire, ils chargent les déchets organiques de la grande surface qu’ils emmènent à un méthaniseur, où ils font le plein de gaz naturel comprimé (GNC, ou biogaz). “C’est la solution d’économie circulaire la plus fiable”, témoigne Philippe Givone: “Entièrement non fossile, elle garantit une autonomie de presque 400 kilomètres”. Carrefour et Iveco y ont cru, et l’enseigne en a fait un vecteur de communication. Au début, le marché a cependant préféré s’orienter vers le gaz naturel liquéfié (GNL), qui permet une autonomie opérationnelle plus importante. Mais l’explosion des prix du gasoil et du gaz naturel depuis l’invasion de l’Ukraine pourrait bien donner raison à Philippe Givone. Elle permet en effet au biogaz, qui réduit considérablement l’empreinte carbone du transport routier, d’atteindre la parité de prix avec les énergies fossiles, y compris le gaz naturel. Plus près du consommateur, le long du “dernier kilomètre” si souvent fantasmé, l’électrique va vraisemblablement s’imposer. Début mars par exemple, le constructeur Renault Trucks et le transporteur Geodis ont annoncé un plan pour concevoir un poids lourd électrique





“Jacky Perrenot a montré qu’il savait convaincre certains clients d’inclure la transition énergétique dans le prix du service, ce qui est rare dans le secteur.”  
Thibaud de Portzamparc,  
Senior Investment Manager, Siparex ETI.

dédié à la logistique urbaine. Il sera testé l’an prochain. Pour sa part, Jacky Perrenot possède déjà cinq camions électriques dans sa flotte et il vient d’en commander vingt supplémentaires. L’autonomie est ici bien moindre: à peine 150 kilomètres. Mais avec le rachat de VIR en 2021, le transporteur se renforce considérablement sur l’aval du marché: la livraison au grand public, avec des véhicules plus légers et des tournées plus courtes, qui est devenue le segment-roi de la distribution en temps de confinement. VIR réalise en effet un peu plus de 100 millions d’euros de chiffre d’affaires dans la livraison de meubles aux particuliers. Deux autres acquisitions, au Benelux et dans la péninsule ibérique, devraient bientôt venir consolider la présence de Jacky Perrenot sur ce nouveau segment. Cela pourra lui permettre de compenser les aléas de la grande distribution. En janvier 2020, par exemple, le groupe avait dû fermer un entrepôt à Cholet, dans le Maine-et-Loire, car Casino avait reporté ses flux vers sa propre filiale de transport, Easydis. La prochaine étape de la transition énergétique du secteur est déjà connue: l’hydrogène. Les pionniers ont essuyé quelques déboires: JP

Dans tout l’arsenal du droit français, on ne trouve toujours pas d’instrument vraiment adapté pour une holding de salariés-actionnaires non dirigeants dans des sociétés non cotées

n’a par exemple jamais été livré du camion Nikola qu’il avait commandé. Aujourd’hui, sous l’aiguillon d’un plan européen, les infrastructures commencent à se mettre en place.

### Accompagner la croissance externe

Tous les transporteurs se trouveront donc à devoir investir massivement dans de nouveaux véhicules, d’autant plus rapidement que les prix du pétrole maintiennent pour l’instant la pression sur le marché. Comme dans d’autres secteurs, la situation créera une prime aux poches profondes, dans un marché très atomisé encore aux mains de petites entreprises familiales. Une équation qui devrait avoir pour effet naturel d’accélérer la concentration. De quoi renforcer le pari de Siparex, qui avait déjà eu la main heureuse avec une autre entreprise de transports, drômoise comme Jacky Perrenot: Norbert Dentressangle, introduite en bourse en 1994 et cédée à l’américaine XPO en 2015 pour plus de 3,5 milliards de dollars. Une réussite qui a fait de Siparex un des rares investisseurs au capital du petit peloton de transporteurs qui structure le marché français: Stef, Malherbe et... Jacky Perrenot. En misant sur ce dernier, l’investisseur d’origine lyonnaise n’a guère été dépaycé.

“Nous avons connu 1700 % de

croissance en douze ans” sourit Philippe Givone. Le chiffre d’affaires du transporteur, pour être précis, a bondi de 650 millions à 950 millions d’euros en deux ans, et les effectifs de 6500 à 10000 personnes, sans beaucoup entamer la rentabilité brute (6 % en 2019; 5,8 % en 2021). “Au moment du LBO, Jacky Perrenot avait déjà atteint une bonne taille critique et démontré sa capacité à réussir des acquisitions, dans un secteur très atomisé”, explique Thibaud de Portzamparc. Après avoir absorbé Le Calvez en 2020 et VIR en 2021, Jacky Perrenot devrait bientôt annoncer de nouvelles opérations, cette fois à l’international.

### Leveraged build-up et intéressement des salariés

Le transporteur a ainsi tout du “leveraged build-up”, la transmission d’une entreprise en renforçant ses capacités de croissance externe. Dès 2010, l’entrepreneur Jacky Perrenot avait commencé à poser les bases de sa succession dans l’entreprise créée par son père en 1945 (et provisoirement baptisée Zamenhof). Il avait ouvert environ un tiers du capital aux dirigeants, notamment le directeur général Philippe Givone, devenu président dès 2012, et le DRH Franck Moissonnier. Lors du LBO de 2019, alors que Jacky Perrenot, l’entrepreneur, cédait ses parts dans Jacky Perrenot, l’entreprise, Siparex et EMZ ont apporté

chacun 75 millions d’euros, pour une courte majorité du capital. Les dirigeants se sont “relués”, mais surtout multipliés: quelque 150 cadres sont désormais au capital. L’entreprise a proposé à tous ceux qui achetaient des parts un abondement progressif en fonction des revenus du salarié. “Si j’avais pu, j’aurais ouvert l’opération aux conducteurs!”, affirme Philippe Givone. La raison en est impérieuse: alors qu’il manque 40000 conducteurs de poids lourds en France, la nécessité d’accroître leur fidélité s’impose de soi-même. Mais les difficultés sont nombreuses: “Il y a toute une pédagogie à faire à l’adresse d’une population qui connaît mal ces formes d’épargne”, continue Philippe Givone: “et surtout, il n’existe pas de véhicule idoine”. Pour pouvoir attribuer gratuitement les actions, Jacky Perrenot a en effet dû faire l’impasse sur une “management company”, une holding des dirigeants. Chaque cadre détient en direct ses actions, comme si la société était cotée en bourse... Depuis le général de Gaulle, qui avait tant peiné à imposer la participation, la France a toujours du mal à trouver le bon système collectif qui intéresse chaque salarié en fonction de la valeur qu’il crée, sans encourager les tire-au-flanc. Dans tout l’arsenal du droit français, on ne trouve toujours pas d’instrument vraiment adapté pour une holding de salariés-actionnaires non dirigeants dans des sociétés non cotées. Mais Philippe



“Intéresser les conducteurs, c’est plus une ambition qu’un projet. Mais j’ai tendance à mener mes ambitions à bon port.” Philippe Givone, président de Jacky Perrenot.

Givone n’est pas du genre à se décourager: “Intéresser les conducteurs, c’est plus une ambition qu’un projet”, reconnaît-il, “mais j’ai tendance à mener mes ambitions à bon port”. Souvent, dans le passé, les LBO sont allés de pair avec la mise en tension sociale de l’entreprise, pour améliorer sa rentabilité. À rebours de tout cela, mais fidèle à l’air du temps, Philippe Givone tâche au contraire de mener de front, chez Jacky Perrenot, bienveillance sociale, transition énergétique et transformation numérique. Avec l’aide de ses investisseurs, mais sans illusions: “Le prix de la tranquillité, c’est la rentabilité.” ■

EXPOSITION - TABLES RONDES - ATELIERS - RENDEZ-VOUS BUSINESS

# IoT+MtoM Embedded

#MtoM / IIoT #Embedded #Objets connectés  
#Réseaux (pan, Lan, LPWAN, 5G, ...) #Plateformes  
#DATA (Edge Computing, Big Data, IA...) #Cybersécurité

Demandez dès maintenant votre badge visiteur gratuit sur [www.salon-iot-mtom.com](http://www.salon-iot-mtom.com)

**29 et 30 juin 2022** en parallèle  
PARIS EXPO PORTE DE VERSAILLES  
[www.salon-iot-mtom.com](http://www.salon-iot-mtom.com)

CLOUD DATA CENTER + INFRA

# READY FOR IT!

Vous êtes fournisseur de solutions IT ?

L'accélérateur de la transition et de la sécurité numériques

**17-18-19 MAI 2022 MONACO**

Vous êtes décideur IT ?

COMEXPOSIUM

DG CONSULTANTS



## Book value intellectuelle

# Apologie du capital-risque

## Comment le capital-risque est devenu la “troisième grande institution” du capitalisme moderne



Les sociétés de capital-risque acceptent un risque financier extrême, accueillent les immigrants et tolèrent les nerds et les marginaux, qui sont à l'origine de tant de succès entrepreneuriaux.

Tout le monde n'est pas fan des sociétés de capital-risque. Un universitaire s'est demandé s'ils étaient *"des agents sans âme de Satan ou simplement des violeurs maladroits"*. Paul Graham, cofondateur de l'incubateur de start-up Y Combinator, a publié une *"théorie unifiée de l'aspiration du capital-risque"*, dans laquelle il compare le processus d'investissement du secteur à une fouille des cavités corporelles par une

et dégradation des droits des travailleurs de la “gig economy”. En privilégiant à tout prix la croissance sur la gouvernance, elles sont accusées de nourrir une culture capitaliste imprudemment agressive qui a contribué aux scandales d’Uber, WeWork et Theranos.

Dans 'The Power Law' [La loi du pouvoir, ndt], Sebastian Mallaby reconnaît certains des défauts du secteur, notamment son manque choquant de diversité. Mais il défend avec zèle les réalisations globales de l'industrie du capital-risque, qui a financé nombre des inventions les plus utiles du monde moderne (moteurs de recherche, smartphones, vaccins), perturbé les monopoles douille et généré une richesse époustouflante. Il affirme même que les sociétés de capital-risque sont devenues la *"troisième grande institution du capitalisme moderne"*, combinant les forces organisationnelles des entreprises et la flexibilité des marchés. Il n'est pas surprenant que le modèle du capital-risque se soit mondialisé, avec des résultats particulièrement frappants en Chine.

Dans son livre bien documenté, agrémenté de portraits vivants de personnalités de premier plan, Sebastian Mallaby explore l'histoire du secteur du capital-risque et les raisons de sa vitalité. Journaliste à 'The Economist' dans les années 1980 et 1990 (et

époux de l'actuelle rédactrice en chef), il a précédemment écrit une étude sur l'industrie des hedge funds et une biographie acclamée d'Alan Greenspan.

## La culture du capital-risque

Certaines histoires de la Silicon Valley, comme ‘The Code’ de Margaret O’Mara, ont souligné l’importance des dépenses militaires américaines dans la création de l’industrie technologique de la côte ouest. Sebastian Mallaby se concentre essentiellement sur les entrepreneurs, les investisseurs et les entreprises qui ont favorisé sa croissance. Une grande partie du succès de l’industrie du capital-risque est attribuée à sa mentalité. Pour évaluer les investissements, les sociétés de capital-risque continuent de s’inspirer du pionnier Arthur Rock qui se concentrait sur la “*valeur comptable intellectuelle*” [bookvalue] d’une entreprise plutôt que sur sa valeur financière. Elles acceptent un risque financier extrême, accueillent les immigrants et tolèrent les nerds et les marginaux, qui sont à l’origine de tant de succès entrepreneuriaux. Quatre des six premiers employés de PayPal étaient réputés avoir construit des bombes au lycée.

Si les sociétés de capital-risque aiment soutenir les entreprises qui bénéficient de ce que l'on

appelle les effets de réseau, elles bénéficient également de leur propre version de ce phénomène. Sand Hill Road, où sont regroupées de nombreuses sociétés de capital-risque de premier plan, a peut-être l'air d'une rangée de clubs de gentlemen, mais elle a permis la libre circulation des idées, des privilèges et des relations. C'est en partie la raison pour laquelle le modèle de la Silicon Valley a été si difficile à reproduire ailleurs.

## Sand Hill Road, prochain Wall Street?

Comme le décrit l'auteur, le monde du capital-risque a connu un bouleversement considérable au cours des 60 dernières années et a récemment été perturbé autant qu'il a été perturbateur. Des outsiders riches en capitaux, tels que DST Global, SoftBank et Tiger Global Management, ont tous fait irruption dans ce qui était autrefois une industrie artisanale. En déployant des montagnes d'argent plus tard dans le cycle d'investissement, ces nouveaux venus indulgents ont permis aux start-up de retarder la cotation sur les marchés boursiers. Selon Sebastian Mallaby, cette tendance explique en partie la mauvaise gouvernance de certaines entreprises technologiques en proie à des scandales, car elle a coupé les liens entre les investisseurs en

capital-risque interventionnistes et les entrepreneurs en roue libre. Certaines sociétés de capital-risque de la côte ouest, telles que Sequoia Capital et Andreessen Horowitz, ont répondu aux nouveaux défis en levant des fonds toujours plus importants et en se diversifiant, tant sur le plan géographique que sectoriel. Cela n'a fait qu'alimenter la rumeur selon laquelle Sand Hill Road est en train de devenir le nouveau Wall Street. Pourtant, même les plus grandes sociétés de capital-risque traditionnelles restent minuscules par rapport aux fonds géants des marchés boursiers. Certains investisseurs se demandent pourquoi ils devraient s'embêter à faire des paris risqués sur le capital-risque alors que les revenus en bourse peuvent être très spectaculaires. Prenons l'exemple d'Apple, dont la valeur boursière a récemment dépassé les 3 000 milliards de dollars, alors qu'elle ne valait que 1,8 milliard de dollars lors de son introduction en bourse en 1980. Il semble improbable que l'industrie du capital-risque, qui a aidé tant de start-up en mode "blitzscaling" (croissance éclair en prenant des risques), puisse un jour faire de même.

*'The Power Law'*  
Sebastian Mallaby. Penguin Press.

THE ECONOMIST

personne ayant une connaissance imparfaite de l'anatomie. Les capital-risqueurs, conclut-il, ressemblent aux méchants classiques: *“tour à tour lâches, avides, sournois et autoritaires”*.

## Une révolution bénéfique

Plus récemment, les sociétés de capital-risque ont été accusées de propager certains des maux de la Big tech: monopolisation des marchés, érosion de la vie privée



# Les family offices sur les terres du capital-risque

Le financement des start-up n’est plus l’apanage des VC traditionnels

“Les esprits créatifs. Les outsiders. Les déterminés.” Je ne doute pas que ces catégories décrivent précisément les personnes qui lisent cette rubrique, ce qui nous met en phase avec Sequoia, la société américaine de capital-risque qui a démarré un blog très remarqué récemment en s’adressant précisément à ces groupes. On y ajoutera “les penseurs indépendants”, “les combattants” et les “vrais croyants”. Sequoia n’a de cesse de les aider à réussir, et il va de soi que cette rubrique a le même but.

## Le capital-risque traditionnel face à une nouvelle concurrence

Bien que pompeuse, l’annonce par Sequoia d’une révision radicale de ses pratiques d’investissement est un moment important pour le secteur du capital-risque. La société doit faire face à une concurrence plus rude que jamais pour gagner l’affection des esprits créatifs et des penseurs indépendants, c’est-à-dire des fondateurs de start-up, qui disposent désormais d’options pour lever des capitaux qui vont bien au-delà du capital-risque traditionnel. Qu’il s’agisse de particuliers fortunés et de family offices qui opèrent au stade de



“Alors que les puces sont de plus en plus petites et que les logiciels se sont envolés vers le cloud, le capital-risque a continué à fonctionner de la même manière que le marché des disquettes.” Roelof Botha, Sequoia.

**Sequoia doit faire face à une concurrence plus rude que jamais pour gagner l’affection des esprits créatifs et des penseurs indépendants, c’est-à-dire des fondateurs de start-up, qui disposent désormais d’options pour lever des capitaux qui vont bien au-delà du capital-risque traditionnel.**

l’amorçage ou du démarrage, ou de gestionnaires d’actifs et de patrimoine traditionnels participant aux tours de table préalables à l’introduction en bourse, en passant par les hedge funds, les investisseurs qui se limitaient auparavant aux marchés boursiers sont désormais présents dans le vaste paysage du capital-risque. Les fonds de dotation et les fonds de pension, en tant que principaux fournisseurs de liquidités aux fonds de capital-risque, sont également désireux de supprimer les intermédiaires et d’investir directement dans les start-up. Ces sources concurrentes de capital ne sont pas enfermées dans les cycles de vie rigides d’un fonds de capital-risque qui doit généralement sortir de ses investissements et distribuer ses bénéfices au bout de dix ans.

“Alors que les puces sont de plus en

plus petites et que les logiciels se sont envolés vers le cloud, le capital-risque a continué à fonctionner de la même manière que le marché des disquettes”, a écrit Roelof Botha, partenaire de Sequoia. “Il fut un temps où le cycle décennal des fonds avait du sens. Mais les hypothèses sur lesquelles il repose ne sont plus vraies, ce qui met fin prématurément à des relations significatives et empêche les entreprises et leurs partenaires d’investissement d’être en phase.”

## La fin de la logique court terme des fonds de capital-risque ?

Sequoia est en train de créer une structure de “fonds de fonds”, dans laquelle un fonds principal détiendra tous ses futurs “compartiments” de capital-risque aux côtés d’un éventail plus large d’investissements, comprenant essentiellement des actions cotées en bourse. De cette façon, une entreprise peut rester dans le giron de Sequoia, et potentiellement recevoir plus d’argent de la société après introduction en bourse. Bien que ce modèle soit présenté comme un moyen de “favoriser des relations plus profondes avec

les principaux moteurs de l’innovation”, il est plutôt considéré comme une démarche défensive. Alors que le capital-risque était autrefois considéré comme un “capital patient”, par opposition aux marchés boursiers et à leur obsession des bénéfices trimestriels, il apparaît aujourd’hui comme l’un des plus impatients. Les investisseurs sur les marchés boursiers se contentent de laisser les fondateurs dominer leur entreprise grâce à des actions de supervision qui leur permettent d’écarter les court-termistes. Les fonds de dotation et les family offices sont conçus pour gérer la richesse de plusieurs générations. Pendant ce temps, les investisseurs en capital-risque peuvent être tellement concentrés sur la sortie qu’ils poussent les entreprises à entrer en bourse alors qu’elles ne sont pas prêtes ou, pire, qu’ils se vendent eux-mêmes et renoncent à un potentiel futur conséquent. Les jeunes rivaux de Sequoia, Andreessen Horowitz et General Catalyst, ont également pris des mesures ces dernières années pour se donner plus de flexibilité quant aux types d’investissements qu’ils peuvent réaliser.

D’autres pourraient bientôt suivre le mouvement encore plus radical de Sequoia et abandonner le modèle de fonds décennal.

## Un mouvement parti pour durer

Mais cela pourrait ne pas être suffisant pour modifier la dynamique sous-jacente. Selon une enquête de SVB Capital/Campden Wealth publiée en octobre, les family offices prévoient d’augmenter de manière significative leurs investissements dans les start-up au cours de l’année à venir. Cet effort est mené dans de nombreux cas par des membres de la famille de la prochaine génération, ce qui suggère qu’il s’agit d’une tendance qui va perdurer. Au fur et à mesure qu’ils développent leur expertise et leurs expériences, ils peuvent également créer un puissant effet de réseau, qui érode le principal avantage des sociétés de capital-risque traditionnelles, à savoir l’accès au deal-flow. Une autre façon d’envisager l’annonce de Sequoia est de considérer que l’une des plus anciennes sociétés de capital-risque de la Silicon Valley souhaite détenir

proportionnellement plus d’investissements boursiers qu’auparavant. Ce ne serait pas une réponse illogique au déluge de capitaux qui courent après les investissements en phase de démarrage, ce qui suggère que les rendements du capital-risque sont susceptibles d’être inférieurs à ce qu’ils étaient historiquement, même s’ils restent élevés par rapport aux marchés boursiers. Rien de tout cela ne doit inquiéter outre mesure les créateurs d’entreprises. Avec un plus grand choix de sources de capitaux, ils peuvent lever des fonds sans avoir à trop diluer leur participation dans leur entreprise et pourront vendre des actions à des prix raisonnables dans un avenir prévisible. Créatifs, indépendants, déterminés : ils le sont certainement. Mais ils ne sont peut-être pas des outsiders.

STEPHEN FOLEY



‘Dry powder’

# Les fonds de dette privée à cours d’emprunteurs

Trop d’actifs à allouer pour trop peu de cibles et dans un environnement économique incertain

Les fonds accordant des prêts à des entreprises privées ont connu un grand succès auprès des investisseurs au cours de la dernière décennie. Mais certains allocateurs craignent désormais que la forte croissance de leurs actifs et un environnement économique incertain n’exercent une pression sur les rendements. Le secteur de la dette privée est l’une des classes d’actifs alternatives les plus prisées depuis la crise financière, passant de moins de 400 milliards de dollars d’actifs à la fin de 2008 à environ 1 200 milliards de dollars à la fin de l’année dernière, selon le groupe de données Preqin. Ses rendements apparemment fiables et réguliers ont attiré les investisseurs avides de performance pendant une période prolongée de taux d’intérêt ultra bas.

**Le secteur de la dette privée est l’une des classes d’actifs alternatives les plus prisées depuis la crise financière, passant de moins de 400 milliards de dollars d’actifs à la fin de 2008 à environ 1 200 milliards de dollars à la fin de l’année dernière**

Mais certains se demandent maintenant si les fonds n’ont pas du mal à trouver des endroits appropriés pour investir tous les capitaux qu’ils ont levés et, lorsqu’ils investissent, si les marges ne sont pas plus faibles et les clauses restrictives plus souples. *“Les gens devraient s’inquiéter de la quantité de capital dans l’espace privé, à la fois investi et la quantité de poudre sèche [capital non alloué] cherchant des cibles d’investissement”,* déclare Jim Neumann, directeur des investissements chez Sussex Partners, qui conseille les clients sur les investissements alternatifs. *“Nous ne conseillons pas aux clients de faire beaucoup plus dans le crédit privé à ce stade du marché, car il se profile une catastrophe inévitable.”*

## Pourquoi tant de “poudre sèche”

Cette soi-disant poudre sèche s’est accumulée pendant la pandémie de coronavirus, selon Preqin. De nombreux investisseurs ont engagé des capitaux en 2020 en anticipant que la crise sanitaire créerait une vague d’opportunités avec les entreprises en détresse. Ils ont cependant constaté que les niveaux de soutien gouvernemental considérables ont limité ces opportunités, laissant plus de capital non alloué. La “poudre sèche” totale dans le secteur atteint un niveau record



De nombreux investisseurs ont engagé des capitaux en 2020 en anticipant que la crise sanitaire créerait une vague d’opportunités avec les entreprises en détresse. Ils ont cependant constaté que les niveaux de soutien gouvernemental considérables ont limité ces opportunités, laissant plus de capital non alloué.

de 405,4 milliards de dollars en mars de cette année, contre 118,4 milliards de dollars à la fin de 2011. Toutefois, le montant des capitaux engagés mais non alloués par rapport au total des actifs du secteur était plus élevé il y a dix ans que l’année dernière. Certains acteurs du secteur affirment que le fait que la part de la poudre sèche dans le total des actifs n’ait pas augmenté montre que le secteur a encore beaucoup de marge de manœuvre pour se développer. *“Ma réaction, lorsque j’entends dire que ‘tant d’argent est entré’ [dans le secteur de la dette privée], est que ce marché n’existait pas avant 2008 ou 2009 en Europe”,* déclare Kirsten Bode, responsable de la dette privée paneuropéenne au sein de la société d’investissement Muzinich & Co. *“La poudre sèche a été assez constante – le volume a augmenté, mais en ligne avec les actifs sous gestion”,* dit-elle. Il n’y a *“aucune raison”,* ajoute-t-elle, pour que le secteur ne soit pas aussi important que celui du capital-investissement, qui compte environ 5 000 milliards de dollars d’actifs selon Preqin. La dette privée – un secteur qui comprend les prêts directs, ainsi que la dette en difficulté et la dette mezzanine – a gagné en importance en comblant le vide laissé par les banques, qui ont réduit les prêts plus risqués aux petites et moyennes entreprises.

Pour les emprunteurs, un prêt accordé par un fonds de prêt direct peut être plus intéressant qu’un prêt syndiqué en raison de la simplicité relative de la négociation avec un ou plusieurs de ces fonds. L’argent est également accessible plus rapidement, même si le taux d’intérêt appliqué peut être plus élevé.

## Assouplissement des conditions d’octroi

Pour les prêteurs, cependant, certains signes indiquent que le poids de l’argent investi a fait baisser les protections dans certains secteurs du marché en réduisant ou en assouplissant les clauses restrictives – même si la plupart des transactions ont toujours au moins une clause restrictive, selon S&P Global. *“Le segment haut du marché intermédiaire”,* où opèrent les plus gros prêteurs directs, *“est devenu très compétitif et ils ont dû faire des concessions sur les marges et les clauses restrictives pour conclure des transactions”,* explique Andrew McCaffery, directeur mondial des investissements chez Fidelity International. Néanmoins, il pense que les prêts aux entreprises du marché intermédiaire sont encore intéressants. Les rendements ont également suivi une tendance à la baisse, le taux de rendement interne sur trois ans passant de 8,5 % en 2015 à 5 % en 2020, selon Preqin.

## Pression inflationniste et taux d’intérêt

Certains investisseurs se tiennent déjà à l’écart. Michele Gesualdi, fondateur de la société d’investissement Infinity Investment Partners, basée à Londres, déclare par exemple qu’il investit “très peu” dans le secteur car il est “hautement asymétrique” étant donné les “faibles rendements” offerts par rapport au risque. Et, alors que l’économie mondiale entre dans une ère d’inflation élevée et de hausse des taux d’intérêt, avec l’invasion de l’Ukraine par la Russie qui menace la croissance économique tout en ajoutant à la pression inflationniste, certains voient ce risque augmenter. Les prêts à taux variable liés à la hausse des coûts d’emprunt peuvent offrir aux investisseurs une certaine protection sur les rendements réels, mais l’inflation et la hausse des coûts de financement menacent la solvabilité de certains emprunteurs aux prises avec la hausse des coûts des intrants. Si les prix élevés du pétrole et les sanctions contre la Russie entraînent une forte contraction de l’économie mondiale, cela pourrait mettre le secteur sous pression. M. McCaffery de Fidelity suggère que le secteur sera *“mieux protégé que de nombreuses autres classes d’actifs”* de l’impact des chocs d’inflation et de croissance. Mais sa société a analysé la capacité des entreprises à absorber

des prix plus élevés et l’impact de toute baisse de la demande économique, ajoute-t-il. *“Les pressions inflationnistes résultant [de la guerre en Ukraine] – et leur impact sur la demande des consommateurs et la croissance – sont susceptibles d’affecter les emprunteurs de tous les marchés”,* dit-il.

LAURENCE FLETCHER

**Les prêts à taux variable liés à la hausse des coûts d’emprunt peuvent offrir aux investisseurs une certaine protection sur les rendements réels, mais l’inflation et la hausse des coûts de financement menacent la solvabilité de certains emprunteurs aux prises avec la hausse des coûts des intrants.**



Parole d’expert  
June Partners

Marc-Antoine Cabrelli : “Les dirigeants de PME et ETI doivent enclencher des plans de transformation afin d’accroître la performance de leur entreprise”

Face aux crises qui se succèdent, identifier les leviers à actionner pour favoriser la croissance est devenu incontournable, selon le président associé du cabinet de conseil June Partners



© Samuel Dhote

“Dans un monde qui se reconfigure, la data s’inscrit plus que jamais au service de la performance et, in fine, de la valorisation d’entreprise.”

En quoi le contexte actuel rend-il nécessaire l’accélération des plans de transformation des entreprises ?

Le caractère récurrent des crises démontre que les entreprises doivent intégrer pleinement le facteur

conjoncturel dans leurs stratégies de développement et, par voie de conséquence, réfléchir à des plans de transformation pour mieux anticiper ces phénomènes. La crise financière de 2008, puis celle liée à la covid, et maintenant celle résultant

du contexte géopolitique sont autant d’éléments externes déstabilisants qui accroissent la nécessité d’optimiser la performance des entreprises en identifiant les leviers à actionner en vue de favoriser leur croissance. Tout en gardant à l’esprit que, pour être pleinement efficaces, ces plans de transformation doivent être initiés par les directions générales de manière globale et non sillotés. Celles-ci sont d’ailleurs nombreuses à partager cette conviction : plus de la moitié des 400 dirigeants d’entreprise que nous avons sollicités pour la troisième édition de notre baromètre ‘Performance et Transformation’, dévoilée en janvier dernier, estiment ces plans de transformation nécessaires et indispensables au vu du contexte mouvant.

Y a-t-il un axe prioritaire à suivre ?

La data devient de plus en plus centrale dans les stratégies de développement des PME et ETI. Nous constatons une plus forte prise de conscience de la nécessité de la placer au service de la performance d’entreprise, non seulement en réaction à la crise de la covid, mais aussi face l’évolution de la réglementation

qui intensifie l’obligation pour les entreprises de se digitaliser (ex : plateforme de facturation électronique). La façon dont les web-marchands ont dû faire preuve d’agilité ces deux dernières années illustre parfaitement ce point : l’accroissement soudain de leur niveau d’activité les a notamment conduits à repenser assez fortement leur supply chain. Encore leur fallait-il disposer des bons outils d’analyse des données pour leur permettre de parfaitement prendre en compte les évolutions du marché. Telle doit être l’approche à adopter, quel que soit le secteur d’activité. Dans un monde qui se reconfigure, la data s’inscrit plus que jamais au service de la performance et, in fine, de la valorisation d’entreprise.

En quoi la stratégie RSE est-elle devenue essentielle ?

De plus en plus, la RSE est totalement intégrée dans le cadre de missions d’accélération de performance. Ce sont autant de sujets concrets qu’il convient de passer au crible : ai-je la maîtrise de mon réseau de fournisseurs ? la réorganisation de ma supply chain et de ma logistique

respecte-t-elle la maîtrise de l’empreinte carbone ? ai-je les bons outils pour mesurer et suivre la transformation en matière ESG ? Une tendance se confirme autour de la nécessité de définir une véritable stratégie RSE. Toujours d’après notre baromètre ‘Performance & Transformation’, de nouveaux critères de performance telle que l’attractivité de l’entreprise (ressources humaines et clients) ou l’enjeu RSE font maintenant partie des leviers de performance incontournables des dirigeants.

Pour anticiper les dynamiques de marché et assurer la pérennité de l’entreprise, la mise en place de plans de transformation reste indispensable. Mais leur réussite passe par un engagement des dirigeants et une implication de l’ensemble des équipes de l’entreprise, quelles qu’elles soient. ■

“La réussite des plans de transformation passe par un engagement des dirigeants et une implication de l’ensemble des équipes de l’entreprise”

Parole d’expert  
3i France

Rémi Carnimolla : “S’inspirer de l’expérience du B2C pour réussir une transformation digitale dans le B2B”

Pour le Managing Partner de 3i France, toute entreprise possède des data qui permettent de rendre les comportements des clients plus prévisibles

En quoi la transformation digitale concerne-t-elle les entreprises du B2B ?

Tous les dirigeants entendent parler de digitalisation et de transformation numérique, qui plus est depuis l’accentuation du phénomène provoquée par la crise de la covid. Ayant observé l’accélération de la mutation “digitale” des entreprises B2C, les dirigeants B2B se posent logiquement la question de savoir comment en tirer parti. Forts de notre expérience d’investisseur, nous affirmons qu’ils ne doivent pas en faire l’impasse. Sur fond de tensions géopolitiques, de retour de l’inflation et de hausse du coût des matières premières et de l’énergie, ils doivent être convaincus qu’ils disposent là d’un levier majeur pour favoriser leur efficacité et leur développement.

Sur quels axes les dirigeants peuvent-ils intervenir ?

Nombre d’entre eux ont déjà fait des premiers pas dans la finance et la comptabilité. En ayant recours à des ERP comme ceux proposés par SAP, Microsoft Dynamics, etc., ils ont repensé et automatisé leurs processus internes, principalement de back-office. C’est cette logique qu’il convient de dupliquer dans



“In fine, exploiter les data permet d’optimiser l’efficacité des ressources, et surtout les processus de décision, et donc d’être dans l’anticipation plutôt que la réaction.”  
Rémi Carnimolla, Managing Partner de 3i France.

les autres fonctions, et notamment la fonction commerciale : outre la possibilité de nouer des contacts et même signer des contrats en ligne par les réseaux sociaux professionnels, les conférences et salons virtuels, ils peuvent mettre à profit les

très nombreuses données recueillies sur les ventes pour optimiser la prise de décision et éliminer les biais des jugements “personnels et émotionnels”. À l’instar de ce que font Google et Amazon avec leurs algorithmes, les entreprises B2B, à

leur échelle, peuvent optimiser l’analyse des comportements et des ventes et les rendre plus “mécaniques” et prédictifs. Mais pour cela, il faut collecter les données de diverses sources, les “combiner” et les “travailler” intelligemment. Evernex, groupe de maintenance d’appareils informatiques critiques, et Havea, société de compléments alimentaires, que nous accompagnons respectivement depuis 2019 et 2017, ont ainsi structuré leur data lake, où est centralisé tout un ensemble de données (issues de l’ERP finance, du CRM, de données marketing internes et externes, des systèmes IT-RH, des systèmes des clients eux-mêmes...) en vue de les traduire en langage business. Dans le B2B, la data est de plus en plus riche et protéiforme. Il faut en extraire le meilleur pour l’entreprise, en intégrant des business analysts (qui comprendront les besoins “business” des managers pour les convertir en solution informatique : quelles sources de data ? comment les connecter ? etc.) et des data analysts (qui vont “nettoyer”, codifier et analyser la data), deux fonctions très demandées actuellement.

Cette démarche concerne-t-elle beaucoup d’entreprises ?

Bien sûr ! Toute entreprise avec un nombre élevé de références de produits

et/ou de commandes dispose d’une source de data statistiquement robuste et très fiable. Même constat pour celles ayant des larges réseaux de commerciaux : en mutualisant, nettoyant, comparant et “travaillant” leurs données quotidiennes et individuelles de vente, elles peuvent bâtir des outils fiables (dits de “peer pricing”) d’estimation de la probabilité d’acceptation d’un devis, par type de client donné à différents niveaux de prix, en vue de mieux convertir ces devis en commande. In fine, exploiter les data permet d’optimiser l’efficacité des ressources, et surtout les processus de décision, et donc d’être dans l’anticipation plutôt que la réaction. Un atout majeur à l’heure où l’incertitude prévaut. ■

À l’instar de ce que font Google et Amazon avec leurs algorithmes, les entreprises B2B, à leur échelle, peuvent optimiser l’analyse des comportements et des ventes et les rendre plus “mécaniques” et prédictifs. Dans le B2B, la data est de plus en plus riche et protéiforme. Il faut en extraire le meilleur pour l’entreprise





Photos par Olivier Rollet

“Être bon investisseur, ce n’est pas forcément choisir le meilleur projet, mais toujours la meilleure équipe.”

Vu d’en haut

## Gonzague de Blignières,

*Cofondateur du fonds d’investissement Raise*

La prise de conscience des valeurs sociales et environnementales par la finance en général, et par le private equity en particulier, dépasse de loin l’effet de mode. Nous rencontrons Gonzague de Blignières le jour où Raise devient une entreprise à mission. L’impact de ce groupe d’investissement, qu’il a créé avec Clara Gaymard, dépasse de loin celui du milliard et demi d’euros récolté

en sept ans. Grâce à un art consommé de la communication et une innovation financière incontestable, ce pionnier a su incarner la vague de la finance ESG (environnement, social, gouvernance) qui déferle ces dernières années sur le capital-investissement. Le projet va plus loin et constitue l’embryon d’un écosystème économique fondé sur le “give-back”, la bienveillance et la transformation durable.

PROPOS RECUEILLIS PAR JEAN ROGNETTA

**A**u fond, l’argent n’est qu’une énergie. Quand on part du principe que ce n’est ni un dieu, ni un objet de pouvoir, juste une forme d’énergie, on réalise que si on veut qu’elle devienne plus forte, il faut la partager. Plus on la partage, plus elle grandit. C’est sans doute la raison pour laquelle le métier d’investisseur est si passionnant. Longtemps minoritaire, cette conception se généralise enfin. La finance “verte”, ou ESG, ne se réduit plus à des discours. Mesurer l’impact

de ses investissements n’est plus un luxe, un “nice-to-have”, mais une nécessité. Cette conception se répand progressivement dans toutes les entreprises, qui ne cessent d’enrichir le sens et les multiples facettes de ces transitions. J’ai la conviction intime qu’il se prépare ainsi une transformation profonde du capitalisme.

**Le capital-investissement est né entre humanité et avidité**

Quel chemin parcouru ! À mes débuts, il faut avouer que c’était une opinion assez isolée. Il régnait en maître, dans les années 1980 à 2000, une sorte d’égoïsme naturel qui poussait à clas-

ser les gens, notamment dans la finance, par l’argent qu’ils gagnaient, les multiples qu’ils réalisaient, la taille de leur fonds et l’importance de leur TRI... C’est pendant ces années-là qu’on a vu se constituer le monde du capital-investissement.

Cela a été une aventure incroyable. En quarante ans, le non-coté est passé de 3 % à 25 % de la capitalisation totale des entreprises cotées en bourse, partout dans le monde. Il s’est créé des équipes immenses dans tous les métiers : les investisseurs, les banques, les banques d’affaires, les avocats... Quand nous faisons un deal au début des années 1980, en investissant les fonds propres de la BNP, il se négociait à cinq ou six personnes, au cours d’un déjeuner. Maintenant, à la fin des négociations, on donne un cocktail pour cinquante personnes ! Les résultats ont été extraordinaires. Des champions ont émergé, comme les licornes bien sûr, mais aussi et contrairement à ce que l’on dit souvent, à partir de LBO – par exemple, les crèches Babilou. Tous les grands groupes utilisent la technique du LBO pour leur développement et, grâce à elle, de nombreuses ETI ont pu continuer à croître et se développer au lieu de se vendre à l’étranger.

La grande vertu du capital-investissement, c’est qu’il éduque l’entrepreneur à grandir vite tout en regardant le long terme. C’est là la grande force qui a permis à cette finance nouvelle de traverser de bien nombreuses crises : le pétrole, les taux, les subprimes, l’euro...

Les techniques ont changé au fil du temps : les modes de financement ont évolué ; les effets de levier sont arrivés ; les prises de participation sont parfois devenues majoritaires ; on a perfectionné les instruments de financement de la croissance externe et ceux de transmission de l’entreprise, au management ou au sein de la même famille, et ainsi de suite. Mais il reste un

invariant : être bon investisseur, ce n’est pas forcément choisir le meilleur projet, mais toujours la meilleure équipe. Et c’est un collectif : quand un dirigeant arrive avec son équipe, mais qu’il est seul à parler, ce n’est jamais bon signe. C’est devenu un leitmotiv qu’on entend partout, mais il faut en comprendre la réelle signification. Si notre métier ne se limite pas à renforcer les fonds propres des PME, si la dimension humaine l’emporte, c’est que nous utilisons l’argent pour réussir avec les entrepreneurs mieux qu’ils n’auraient réussi seuls : nous libérons leur énergie.

**Retrouver la raison d’être**

Cependant, ces débuts aux temps du “greed is good” puis du “bling-bling” font qu’un péché originel accompagne la naissance du capital-investissement. Trop longtemps, les valeurs sociales et environnementales ont été négligées, ignorées même. Le private equity est né avec l’idée que la finance, c’était de “faire de l’argent avec de l’argent”, comme s’il n’y avait aucun autre enjeu. On retrouve par exemple cet état d’esprit dans l’idée qu’accompagner une entreprise implique pour un investisseur de pouvoir changer le dirigeant s’il ne “performe” pas... On perd ainsi cette dimension humaine, cette éner-

**“La grande vertu du capital-investissement, c’est qu’il éduque l’entrepreneur à grandir vite tout en regardant le long terme”**





“

## La bienveillance, c’est une révolution du capitalisme”

peuvent que donner l’exemple. Aujourd’hui, l’investissement à impact est devenu une norme, c’est un moteur nécessaire, exigé en amont par la jeune génération et en aval par les grands investisseurs. Le capital-investissement prend enfin tout son sens.

Par ce biais, une forme de vertu s’installe dans le système. Les investisseurs doivent mesurer leurs résultats et cela entraîne les entrepreneurs du portefeuille et tous ceux qui envisagent d’en faire partie. C’est un mécanisme bien plus efficace que toutes les réglementations. C’est l’énergie de l’argent : l’exemple se répand comme une traînée de poudre. L’impact est devenu un mouvement inarrêtable, qui dépasse largement le monde du capital-investissement et des PME-ETI. Plus que jamais, l’entreprise est l’espace où se noue le lien social, où chacun veut retrouver sa raison d’être.

Nous avons lancé en 2017 le Mouvement pour une économie bienveillante. En à peine un mois, 4 500 entrepreneurs se sont inscrits ! Vous verrez que demain, ce mouvement s’étendra vers les grandes entreprises. La bienveillance, c’est une révolution du capitalisme.

### Bio express

#### Intérêt bienveillant

**Gonzague de Blignières** a cofondé avec Clara Gaymard le groupe Raise en 2013, après une longue carrière dans le capital-investissement. Ingénieur diplômé de l’ESIEE, il a débuté en 1980 à la BNP et s’est ensuite illustré comme directeur associé de Charterhouse, puis directeur général et enfin président de Barclays Private equity France. Au rachat de celle-ci par Equistone Partners Europe, il devient président du conseil de surveillance, gérant plus de 5 milliards d’euros. Il a mené en parallèle une vie philanthropique et associative intense, qui l’a notamment mené à créer le Réseau Entreprendre Paris en 2003, puis à prendre la présidence de l’association professionnelle du capital-investissement (aujourd’hui France Invest) en 2005, ainsi qu’à parrainer le fonds Business angels des cités, lancé par Aziz Senni en 2007. En 2017, il lance avec Clara Gaymard le Mouvement des entreprises bienveillantes.

### Raise Groupe

Capital-Investissement (sociétés moyennes) : 510 M€, 27 prises de participations

Impact (entrepreneurs engagés) : 260 M€

Innovation : 100 M€ (en levée), 17 prises de participations

Immobilier : 500 M€ (cap. d’investissement), 35 000 mètres carrés

Accompagnement : 37 M€ (fonds de dotation), 2 lieux (Paris, Alpes Maritimes)

“Clara Gaymard et moi avons voulu faire de Raise l’instrument de la réconciliation du monde de la philanthropie, qui n’arrête pas de faire la quête, avec celui de l’investissement, où l’on ne cesse de gagner de plus en plus d’argent.”

gie qui est notre véritable raison d’être. L’actualité en a fourni récemment un exemple hélas criant. Le groupe de maisons de retraite Orpea est l’exemple type de l’entreprise qui n’a pas su utiliser les critères ESG autrement que dans sa communication. Il n’a pas placé au centre de son modèle économique la bienveillance que chacun attend dans ce métier, pour ses parents âgés ou malades. La course à la rentabilité à tout prix lui aura été fatale. La profession est désormais en train de se convertir en masse aux investissements ESG, mais on peut aller plus loin. Se trouver à gagner sa vie en semaine et faire de la philanthropie le week-end, ce n’est pas résoudre la contradiction. On peut mettre le partage au cœur même de la finance. Illustration : en 2004, il m’a été donné de créer Réseau Entreprendre Paris. Nous étions une cinquantaine de chefs d’entreprise, déterminés à aider les créateurs, à remettre l’entrepreneuriat au milieu du village. Au démarrage, nous n’avions guère que de l’énergie, de la volonté, très peu d’argent. Mais très vite, nous avons eu quarante lauréats par an, créé plusieurs milliers d’emplois... Ce résultat exceptionnel est venu de l’énergie d’hommes et de femmes qui ont

voulu aider leurs prochains à réaliser leurs projets, dans la démarche sociale si bien initiée par André Mulliez. Il est né d’un partage.

#### Une triple réconciliation

De ce premier écosystème vertueux est née l’idée que baser un fonds d’investissement sur le partage et la bienveillance – et tout ce qui en découle : la parité, le développement durable... – ne revient pas à lui faire porter un handicap. Il peut au contraire s’avérer aussi rentable que les autres.

C’est tout le pari de Raise. Clara Gaymard et moi avons voulu en faire l’instrument d’une triple réconciliation. Le monde de la philanthropie, qui n’arrête pas de faire la quête, avec celui de l’investissement, où l’on ne cesse de gagner de plus en plus d’argent. La moitié de notre intérêt – le “carried interest”, dans le jargon – est apportée à un fonds de dotation. En sept ans, ce dernier a atteint 37 millions d’euros. Combien de temps lui aurait-il fallu pour atteindre pareille somme, à coups de petits dons ? L’efficacité du système est telle que Bill Gates est venu nous inviter à le faire partager au private equity américain... Deuxième réconciliation, celle de l’infiniment

grand des groupes internationaux avec l’infiniment petit des start-up qui viennent de se créer. Nous comptons parmi nos actionnaires ou nos investisseurs presque tout le CAC40 et les principales institutions financières : BNP Paribas, Danone, Schneider, Accor, Axa ou encore Michelin. Nous ne nous vivons pas comme un fonds, mais plutôt comme un écosystème qui facilite les interactions entre ses membres. Notre impact s’avère ainsi bien supérieur à la taille de notre fonds.

Créer une entente entre les générations, enfin. Chacun sait la volonté d’engagement des jeunes aujourd’hui. Nous leur donnons les moyens d’être simultanément généreux, pluriels et excellents dans leur métier. Et nous continuons de chercher des produits financiers innovants, qui nous permettront d’aller plus loin. Nous travaillons par exemple en ce moment sur un fonds inversé, qui distribuera à des associations 50 % de ses plus-values.

#### La révolution de la bienveillance

Quand on met le partage au cœur de l’investissement, l’argent prend une valeur exemplaire. Non pas que les fonds soient là pour donner des leçons aux entrepreneurs – au contraire, ils ne





“Il est plus que jamais nécessaire d’envisager, quel que soit le secteur, les façons d’exploiter l’IT pour offrir une valeur ajoutée supplémentaire aux clients – et, pourquoi pas, différenciante.”

Droit & technologies de l’information

## Jonathan Rofé, associé de DLA Piper : “Le digital permet d’ajouter des business models aux métiers d’origine”

Depuis près de 20 ans, l’avocat spécialisé observe l’impact croissant des nouvelles technologies sur le développement des entreprises, et la façon dont les réglementations s’adaptent à cette dimension inédite de l’économie

PROPOS RECUEILLIS PAR CHARLES ANSABÈRE,  
EN COLLABORATION AVEC DLA PIPER

En matière de transformation digitale, tout a commencé avec le web. Depuis la création d’Internet, les technologies de l’information (ou “IT”, pour suivre l’acronyme anglophone) ont suivi une ligne d’évolution aussi progressive que globale, affectant l’ensemble des acteurs de l’économie. C’est aujourd’hui avéré : ces nouvelles technologies ne sont plus uniquement l’affaire des entreprises dont l’activité est historiquement en lien direct avec l’environnement numérique, et ce en raison de la multiplication des start-up et

de leur formidable montée en puissance. Ces jeunes sociétés, “disruptives” par essence, puisque bien moins contraintes que les entreprises dites “traditionnelles” par des barrières dans leur organisation et leurs modes opératoires, sont le vecteur d’accélération majeur de la transformation digitale.

Avec une conséquence qui est loin d’être neutre : à l’échelle globale, l’IT est passé du statut d’outil permettant d’accélérer un certain nombre de processus à celui d’élément favorisant l’apparition et le développement de nouveaux business models, via l’émergence de nouveaux produits et services. Telle est désormais la réalité de nos économies.

**Banque, retail, industrie...**

Le secteur bancaire, traditionnellement très en avance sur le sujet, est l’illustration parfaite de cette évolution. Non seulement il a dû intégrer cette nouvelle donnée dans son environnement – en particulier pour être à la pointe sur les questions de cybersécurité ou pour faire face à l’apparition d’instruments comme les actifs numériques et les cryptomonnaies – mais il a aussi dû composer avec l’arrivée de

nouveaux intervenants venant grignoter ses parts de marché ou chambouler son activité, à l’image des fintechs. En réaction, les enseignes bancaires historiques se portent régulièrement acquéreurs de tels experts du numérique, mais elles dévelop-

**“Les nouvelles technologies ne sont plus uniquement l’affaire des entreprises dont l’activité est historiquement en lien direct avec l’environnement numérique”**

pent aussi leurs compétences en interne – comme a notamment pu le faire la Société Générale dans le cadre du projet Forge sur la blockchain.

Mais le secteur bancaire n’est pas le seul à avoir placé récemment le digital au cœur de ses missions stratégiques. Le retail a revu une grande partie de son activité, poussé en particulier par la crise de la Covid – laquelle est venue accélérer ce qui

était déjà une tendance de fond, dans ce domaine déjà bousculé. Outre la mise en place de “vrais” sites de vente sur Internet, nombre d’enseignes exploitent le potentiel grandissant des applications, des bot et des réseaux sociaux en concevant, par exemple, des programmes d’influenceurs – un canal baptisé “social selling”. Après la première phase de transformation digitale qu’ils ont structurée sur Facebook, ils ciblent désormais TikTok ou Instagram pour diversifier leurs canaux de vente.

Autre changement notable : des industriels saisissent l’IT pour ajouter un business model à leur métier d’origine. Michelin a ainsi développé une nouvelle offre, intitulée “driving data intelligence”, qui va au-delà du thème du pneu connecté puisqu’il s’agit d’une application de suivi des comportements des conducteurs permettant d’améliorer les questions de sécurité en exploitant la data ainsi collectée. Avec Skywise, Airbus a emprunté une trajectoire similaire, le consortium européen ayant structuré une plateforme d’analyse et de suivi des données aériennes d’exploitation, de maintenance, etc. en vue de fournir une nouvelle palette de services aux opérateurs de l’aérien.





“Les réglementations en vigueur influent grandement sur la façon dont les entreprises peuvent travailler et explorer les nouvelles pistes de développement rendues possibles par les nouvelles technologies. Souvent, les textes de loi viennent dicter les approches opérationnelles.”

#### “Data lakes” vs données cloisonnées

Il ne faudrait pas croire, cela étant, que cette problématique soit réservée à un nombre restreint d’activités: il est plus que jamais nécessaire d’envisager, quel que soit le secteur, les façons d’exploiter l’IT pour offrir une valeur ajoutée supplémentaire aux clients – et, pourquoi pas, différenciante. D’ailleurs, les cabinets d’avocats d’affaires font aussi leur révolution digitale. Et ce n’est pas un vain mot! L’IP/IT [droit de la propriété intellectuelle et du numérique, ndlr] est une activité stratégique pour nombre de cabinets, signe du poids croissant de ces problématiques chez leurs clients. La pratique du M&A (merger & acquisition), par exemple, a pendant longtemps considéré l’IT comme un composant parmi d’autres d’analyse des opérations stratégiques. Aujourd’hui, le formidable enjeu que constitue l’IT le met de plus en plus souvent au cœur même de ces opérations. Mais les cabinets doivent se projeter bien au-delà. Pour ce qui concerne le cabinet DLA Piper, nous avons mis en place des outils d’analyse et de scoring des contrats, d’évaluation des risques liés à l’intelligence artificielle, développé l’une des premières applications relatives au règlement général sur la protection des données (RGPD), installé des programmes en interne incitant les avocats à participer à la transformation digitale, etc. Et nous avons été récompensés en mai 2021 par le ‘Financial Times’ pour avoir créé Toko, une plateforme de création et d’échange de jetons numériques. Bien évidemment, toutes ces évolutions ne vont pas sans soulever des questions du point de vue de l’utilisateur, en particulier à l’aune des dispositions réglementaires. L’expérience démontre que les changements nés de la transformation digitale recèlent des problématiques très spécifiques liées aux data, dont on ne rappellera jamais assez l’importance. Celles-ci permettent de répondre aux besoins des clients et

d’en gagner de nouveaux, mais leur utilisation induit des sujets à encadrer en termes de valorisation, de gouvernance, etc. Ici, il convient de prendre en compte la diversité des comportements. Certaines entreprises structurent des “data lakes”, grands ensembles de données pour lesquels il est nécessaire de définir des processus de gestion et de gouvernance pour s’assurer, entre autres, de l’utilisation des bonnes données et de la bonne gestion des accès aux données aux personnes autorisées – en particulier lorsqu’il s’agit de travailler sur des données personnelles. D’autres entreprises font en revanche le choix de conserver un cloisonnement des données par métier. Ceci leur permet d’être plus pointues dans l’utilisation de des data, sans les dispenser pour autant de structurer cette utilisation.

#### Métavers, réglementation et les usages

Dans cette effervescence née de l’immixtion de l’IT dans le quotidien des entreprises, le métavers vient offrir une perspective supplémentaire. Certaines ont déjà identifié un formidable terrain de jeu qui s’ouvre à elles – comme avec le web en son temps, ou plus brièvement le jeu Second Life. Et c’est pourquoi nous avons vu de grandes enseignes investir très vite cet univers virtuel, considérant qu’il s’agit là d’un vecteur à saisir en vue de nourrir leur développement. Cet univers virtuel ne manque pas de poser d’ores et déjà des questions juridiques spécifiques, et ce même si l’on dispose de réglementations applicables à tous ces nouveaux environnements et outils. Comment protéger des droits de propriété intellectuelle dans le métavers? Comment protéger des œuvres qui sont fabriquées par des robots? À l’image de l’utilisation croissante de l’intelligence artificielle dans l’ensemble des activités des entreprises, les robots utilisés dans un

monde virtuel créent en effet de la valeur, dont il convient de déterminer la titularité et la propriété. C’est un sujet passionnant sur lequel nous, avocats, devons nous pencher pour assurer aux entreprises qui investissent ces nouveaux canaux de développement qu’elles seront en mesure d’en tirer réellement parti. Ces questions reflètent à n’en pas douter l’évolution des usages des utilisateurs. À titre d’exemple, celles posées par le secteur bancaire au moment des confinements ont conduit à s’intéresser aux latitudes dont les établissements disposaient pour continuer à travailler en toute sécurité. Les interrogations concernant l’utilisation du cloud pour travailler en distantiel, en particulier, ont conduit à l’élaboration de ‘guidelines’ à l’échelle européenne. Dans le domaine de la santé, c’est l’utilisation des données personnelles et leur hébergement qui doit faire l’objet de la plus grande attention pour respecter les dispositions du RGPD, et ce d’autant que l’on accumule un volume considérable de données actuellement. Gardons en tête que les réglementations en vigueur influent grandement sur la façon dont les entreprises peuvent travailler et explorer les nouvelles pistes de développement rendues possibles par les nouvelles technologies. Souvent, les textes de loi viennent dicter les approches opérationnelles.

#### Numérique et responsable

Dans cet environnement, le cadre réglementaire évolue presque aussi rapidement que les usages, imposant aux entreprises de rester vigilantes. Tout récemment, l’annonce a été faite d’un accord entre les États-Unis et l’Union européenne au sujet du transfert de données personnelles entre ces deux zones, prélude d’un nouveau “privacy shield” – dont on attend précisément les contours pour déterminer les implications sur les usages des entreprises. Dans

“  
Le droit du numérique devient une activité stratégique pour nombre de cabinets, signe du poids croissant de ces problématiques chez leurs clients”

la même veine, le Digital Market Act – sur lequel les institutions européennes sont arrivées à un consensus fin mars – aura des répercussions sur les modalités d’action des grandes entreprises américaines en Europe. Une chose est sûre: nul ne peut se permettre d’éluder le sujet. La transformation digitale n’est résolument pas un gadget, car toute entreprise l’ayant écarté de sa feuille de route risque de se faire distancer par des concurrents plus dynamiques et inventifs. Et ce d’autant que la technologie participe activement au besoin de développer des activités socialement responsables. Un enjeu de société.





Photos par Olivier Roller

“On voit bien les dimensions des entreprises qui réussissent dans le monde... Les acquisitions forment aujourd’hui le principal levier par lequel la mondialisation peut se poursuivre.”

## Impératif ESG

# Olivier Millet: “Un actionnariat fort est nécessaire pour transformer l’entreprise”

Olivier Millet est membre du directoire d’Eurazeo, où il dirige l’activité Small-mid buyout. Ancien président de France Invest et membre du comité exécutif du Medef, il a été le premier en France à formuler le lien entre investissement à long terme et critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG). Face à la Covid-19, il plaide pour un nouveau rôle du capital-investissement, appelé à financer la transformation numérique, la transition environnementale, l’engagement social et la nouvelle gouvernance des entreprises. Programme détaillé.

PROPOS RECUEILLIS PAR JEAN ROGNETTA

**Il semble désormais clair que nous sommes condamnés à vivre avec le virus pendant plusieurs années. Quelles conséquences faut-il en tirer pour l’économie ?**

La crise a déjà bouleversé le rapport à la consommation et au travail mais avant d’entrer dans les détails, il faut faire un pas de côté. La covid et le réchauffement climatique causent des souffrances et des destructions d’une gravité qui dépasse de loin les questions économiques. En

revanche, la mobilisation qu’elles provoquent a des conséquences directes pour nous, entrepreneurs et investisseurs. D’un seul coup, au printemps 2020, le pays s’est uni et le génie français s’est mis en route. Dans quelques années, on mesurera à quel point la promptitude de la réaction des pouvoirs publics a sauvé la France et combien l’injection européenne d’argent public va transformer le continent. À l’été 2020, l’énergie vouée à la survie dans les premiers mois de la crise s’est tournée vers le développement. Dix-huit mois et cinq vagues épidémiques plus tard, et même si elle se transforme en lassitude, les résultats sont là. Les objectifs de

transformation numérique que les entreprises s’étaient fixés à trois ou cinq ans ont été atteints en un an.

La même énergie circule aussi bien dans les start-up que dans les entreprises traditionnelles. Une nouvelle organisation de l’entreprise est en train de s’imposer. Longtemps, certains se sont crus dans un jeu un peu abstrait, hors sol, “autonormé”. Il a fallu la crise pour que l’on redécouvre qu’il y a des êtres humains, consommateurs et producteurs, à chaque bout de la chaîne économique. Il est fascinant d’observer cette mutation, rapide et massive, de toutes les entreprises... Quelle que soit la durée de la pandémie, elle ne s’arrêtera plus.

**Quel rôle jouent les investisseurs en capital dans cette transformation ?**

Les entrepreneurs ont pris conscience de la nécessité d’accélérer leur mue, sous peine de disparaître. Mais un actionnariat fort est nécessaire pour transformer l’entreprise, et c’est là que le private equity a un rôle à jouer. Quand nous entrons au capital d’une entreprise, nous commençons par estimer sa situation technologique...

et nous permettons de combler le retard quand cela est nécessaire. De même, nous estimons la facture carbone et finançons la transition. À court terme, il est en effet possible de rentrer au capital d’une entreprise et revendre avant que le coût carbone n’ait bouleversé le modèle économique. Mais quand on investit pour 5 ans, la stratégie de décarbonation est un critère essentiel. Et il en va de même pour les critères

**Il a fallu la crise pour que l’on redécouvre qu’il y a des êtres humains, consommateurs et producteurs, à chaque bout de la chaîne économique. Il est fascinant d’observer cette mutation, rapide et massive, de toutes les entreprises...**



“

Pour le capital-  
investissement,  
les critères ESG  
ne sont pas une  
mode, mais un  
impératif”

sociaux et de gouvernance: à long terme, une entreprise qui manque de diversité ne saura pas s’adapter au monde... Pour le capital-investissement, les critères ESG (environnement, social, gouvernance) ne sont pas une mode, mais un impératif.

Le réchauffement climatique global  
ne remet-il pas en cause la croissance  
économique ?

Non, car de nombreuses évolutions sont déjà lancées, du numérique (la 6G, l’informatique quantique) à l’agriculture et la nouvelle alimentation... Et une fois que la transition des modèles économiques et les nouvelles normes comptables seront en place, tous les secteurs sont promis à un fort développement.

Bien sûr, certaines entreprises vont disparaître pendant la transition. Mais pour la plupart, elles trouveront – et ont commencé à trouver – des trajectoires de décarbonation. Dans des cas de plus en plus nombreux, la croissance de l’activité n’entraîne plus une augmentation des émissions de carbone.

En revanche, il faut désormais inclure la lutte contre les pénuries et la responsabilité environnementale, sociale et sociétale dans le calcul de la taille optimale de l’entreprise. On voit bien les dimensions des entreprises qui réussissent dans le monde... Les acquisitions se sont beaucoup accélérées pendant les dix dernières années, et cette dynamique ne va pas s’arrêter. Au contraire, elles forment aujourd’hui le principal levier par lequel la mondialisation peut se poursuivre.

Or la France n’est pas si mal placée. Nous sommes le pays de l’Union européenne où le private equity lève le plus d’argent, largement devant l’Allemagne. Pour l’heure, nous ne comptons que 7000 à 8000 entreprises moyennes (ETI) contre 12000 en Allemagne. Je prends le pari que cet ordre s’inversera en dix ans.

Concrètement, comment la taille peut-elle  
permettre de pallier les pénuries ?

Prenons l’exemple de la pénurie la plus critique d’entre toutes: les ressources humaines. Tout fait défaut aux entreprises: les bras comme les talents, les chauffeurs routiers comme les ingénieurs. Le besoin de nouvelles compétences est devenu gigantesque, et le capital humain manque partout.

Les entreprises doivent participer à la nécessaire formation des compétences. La question n’est pas si nouvelle en vérité: longtemps, IBM a embauché des ajusteurs-outilleurs, que son école de formation interne transformait en électroniciens, puis en informaticiens. Aujourd’hui, l’intérêt bien compris des entreprises et de leurs actionnaires, c’est de favoriser les

formations internes.

De même, face aux difficultés de recrutement dans l’agriculture, dans les cafés, hôtels et restaurants, ou encore dans le transport routier, il faut mobiliser les réservoirs de main-d’œuvre existants. Mais il faudra pour cela aller plus loin que la réforme de l’apprentissage et de l’assurance chômage.

L’État – et le pays tout entier – ne peuvent que gagner à simplifier le dédale administratif et créer une véritable dynamique commune avec les entreprises. Il y a un très beau précédent où la puissance publique s’allie à l’argent privé: la création de Bpifrance, qui a donné l’impulsion nécessaire à l’éclosion de la French Tech.

C’est la meilleure incarnation du nouveau rôle de l’État, régulateur, organisateur et incitateur...

Les entreprises sont-elles prêtes à jouer  
un tel rôle dans l’intérêt général ? Cela  
n’implique-t-il pas des changements  
profonds dans l’esprit même des  
dirigeants ?

Certes, mais la gouvernance des entreprises s’améliore d’année en année! Le patron de droit divin existe encore, mais il se fait plus rare. Les actionnaires ont imposé un premier choc de transparence, et le mouvement #metoo est venu compléter l’œuvre.

Aujourd’hui, le consensus est que seul un

vrai projet collectif peut attirer les talents. Et qu’il doit se fonder sur une déontologie interne, sur la diversité des dirigeants, sur le partage de la valeur, sur le respect de l’environnement et de la biodiversité, aussi bien que sur les perspectives de croissance et de développement. Tous ces facteurs trouvent un écho de haut en bas de la pyramide de l’entreprise. Or, ce qui fidélise les talents incite les actionnaires à renforcer leur soutien...

D’un mot: au-delà de la transformation numérique et de la transition environnementale et sociale, ce qui se prépare, face à la Covid-19 et à la crise climatique, c’est une véritable mutation du capitalisme. Nous devons tous nous y préparer.



“Le patron de droit divin existe encore, mais il se fait plus rare. Aujourd’hui, le consensus est que seul un vrai projet collectif peut attirer les talents.”





Création de valeur

# La mue ESG du capital-investissement

Le private equity se transforme pour devenir un boosteur de RSE dans le non-coté

Souvent critiqué pour son manque d'intérêt envers la responsabilité sociale des entreprises (RSE), le capital-investissement accélère depuis 10 ans sa mutation. La raison ? Les fonds

d'investissement ont réalisé que les critères ESG permettaient de contribuer à créer de la valeur pour les entreprises. À cela s'ajoute une pression tant des investisseurs que de

la société et des nouvelles réglementations. Désormais, ils entament leur mue interne tout en accompagnant les entreprises non cotées dans la mise en œuvre d'une stratégie RSE.

L'intérêt porté par les fonds d'investissement aux questions environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) s'accélère. Ces dernières sont même devenues une priorité stratégique pour le capital-investissement (ou private equity en anglais), qui y voit un facteur de performance permettant de contribuer à créer de la valeur ajoutée. Ce que confirme Sophie de Fontenay, general counsel et head of sustainability de Raise : *"il existe trois enjeux dans l'ESG : le premier est civique, le second est sa raison d'être et le troisième est sa monétarisation. Cela permet aussi d'attirer des investisseurs institutionnels comme privés, qui souhaitent une mesure de l'ESG parfaitement claire et alignée avec les objectifs financiers"*. Outre les enjeux financiers, le private equity est confronté à

une pression multiple, de la part à la fois des investisseurs, de la société et de la réglementation – française comme européenne – qui s'étoffe de plus en plus. De quoi susciter une mutation des sociétés de capital-investissement, tant au sein de leurs équipes et de leur propre fonctionnement que vis-à-vis des entreprises cibles.

## Être soi-même responsable

Avant d'investir dans des entreprises non cotées pour en faire des entités durables et responsables, les fonds d'investissement se doivent eux aussi de mettre en place une politique RSE en interne pour être plausibles. Selon PwC, 95 % des sociétés françaises de private equity déclarent avoir mis en place ou être en cours d'intégration des critères ESG dans leurs pratiques.

Selon Noëlla de Bermingham, présidente de la commission sustainability de France Invest, *"la première étape pour les fonds d'investissement est de mettre en place une personne référente ou dédiée à la RSE"*. Une démarche

## Il s'agit bien pour le capital-investissement de créer de la valeur financière grâce à des critères ESG extra-financiers

qui passe par un recrutement de responsables ESG ou autres professions spécialisées. Peu à peu, les équipes RSE s'étoffent et de nouvelles fonctions apparaissent, telles que les "operating partners" (chargés de reporting) qui analyseront les indicateurs extra-financiers et autres chefs de projets. Aux équipes dédiées, s'ajoute une stratégie ESG

interne. *"PwC dispose de sa propre stratégie RSE, indispensable pour parler à nos clients, pour nos collaborateurs et nous permet d'être cohérents avec nos valeurs"*, précise Sylvain Lambert, associé cofondateur du département développement durable chez PwC France et Maghreb. *"Dès 2014, Idia Capital-investissement (Idia CI) a formalisé une démarche ESG qui s'est intensifiée au fil des années, pour devenir en 2022 une philosophie d'investissement"* commente Anne-Caroline Pace-Tuffery, sa directrice exécutive. D'autres vont plus loin. *"Chez Raise, les équipes d'investissement versent 50 % de leur intéressement afin de financer le fonds de dotation Raisesherpas"*, souligne Clara Gaymard, co-fondatrice du groupe avec Gonzagues de Bliguières. Raise a aussi mis en place une parité femmes-hommes totale. Par ailleurs,

la signature des Principes for Responsible Investment (PRI) et la labellisation des sociétés



**"Les fonds d'investissement qui n'auraient pas de stratégie RSE crédible risquent à l'avenir de ne plus être en capacité de lever des fonds."**  
Noëlla de Bermingham, France Invest.





© Julien Knaub/SIPA

“Chez Raise, les équipes d’investissement donnent 50 % de leur intérêt afin de financer le fonds de dotation Raisesherpas”  
Clara Gaymard, Raise.

d’investissement s’imposent peu à peu. Une démarche qui devient un impératif pour Noëlla de Bermingham France invest: “les fonds d’investissement qui n’auraient pas de stratégie RSE crédible risquent à l’avenir de ne plus être en capacité de lever des fonds. La RSE est désormais au cœur des affaires.”

L’impact de l’ESG sur la performance financière

Une fois leur stratégie interne mise en place, les acteurs du capital-investissement pourront contribuer à la transformation des entreprises non cotées. Car ils ont bien compris que les enjeux ESG pouvaient avoir un impact sur la performance financière de l’entreprise. “Le lien entre ESG et création de valeur est devenu le principal intérêt du private equity, selon l’étude 2021 de Private equity responsible investment de PwC, alors qu’en 2019,

le lien ESG-gestion des risques et compliance était en tête. Une entreprise non cotée qui dispose d’une stratégie ESG solide est désormais perçue comme plus performante et plus attractive, tant en externe qu’en interne”, confirme Sylvain Lambert, PwC. “L’impact de la RSE sur la valeur d’une entreprise est sorti du domaine de la communication. Les directions générales des ETI s’en emparent et comprennent qu’elle aura un impact en profondeur sur leur production, leurs relations avec leurs fournisseurs ou encore leurs collaborateurs”, constate Guillaume Rebaudet, directeur associé chez Siparex ETI. Sophie de Fontenay s’en explique: “la performance extra-financière d’une société peut être monétisée à la fin du processus. Ainsi, si son bilan carbone s’améliore, l’entreprise améliorera sa rentabilité et augmentera sa valeur financière”. Car il s’agit bien pour le capital-investissement de créer de la valeur financière grâce à des critères ESG extra-financiers. “Pour 76 % des fonds de capital-investissement, l’ESG est un élément qui fait partie du plan d’action post-acquisition, qu’ils contrôleront par du reporting ou du pilotage. À la revente, plus de 50 % des fonds de private equity valoriseront la progression de l’entreprise en matière d’ESG”, indique Sylvain Lambert.

Accompagner et motiver tout au long du processus

L’accompagnement des entreprises peut s’effectuer par le biais d’un actionnariat minoritaire ou majoritaire, l’identification de sujets clés issus des Objectifs de développement durable (ODD) de l’Onu, la mise en place de bonnes pratiques, du dialogue, ou encore

un mix de tous ces éléments. “La connaissance de la réglementation, le partage des bonnes pratiques et notre capacité à mettre en contact des entreprises innovantes avec des entreprises plus matures nous permet d’anticiper, et surtout de créer

“Il ne s’agit plus aujourd’hui que de faire du reporting, mais aussi de mettre en œuvre des actions tangibles pour obtenir un avantage compétitif et faire changer ces ETI non cotées de dimension”

de la valeur”, fait valoir Anne-Caroline Pace-Tuffery. Pour sa part, Siparex ETI étudie “l’intérêt du projet et la capacité d’impact” pour faire progresser les sociétés “par l’écoute, le dialogue et par des actions ambitieuses. Nous essayons de motiver tout l’écosystème de l’entreprise en mettant en place des politiques ESG sur mesure”, indique Guillaume Rebaudet, Siparex, qui poursuit: “nous avons ainsi mis en place dans l’intéressement du management des critères ESG qui, s’ils sont atteints, permettent d’obtenir un bonus. Cette démarche a suscité un vif intérêt au sein des ETI”. “Raise fait extrêmement attention aux KPIs (Key Performance Indicators) ESG tout au long de la durée de vie d’un investissement et suit précisément leur évolution afin d’aider au mieux les entreprises dans leur stratégie RSE”, fait valoir Clara Gaymard.

La pression des controverses

Cet accompagnement se poursuit même en cas de controverses, autrement dit de scandale, rumeur ou dérapage des entreprises sur les versants environnement, responsabilité sociale ou

gouvernance. “Ecofi a mis en place un système de niveau de controverse, numéroté de 0 à 5, 5 étant le niveau le plus élevé. Lorsque les sociétés atteignent un niveau 3 ou 4, Ecofi entame un dialogue avec elles pour connaître leur point de vue, ainsi que la politique qui sera mise en place pour résoudre la controverse”, fait remarquer Cesare Vitali, responsable du département ISR d’Ecofi. Et d’ajouter: “les gérants disposent d’un délai de 30 jours pour vendre les actions des entreprises qui ne passent plus le filtre ISR d’Ecofi”. Même son de cloche chez Idia CI, qui fait appel à un cabinet de conseil externe spécialisé en cas de controverses: “après étude de la controverse éventuelle, nous entamons un dialogue avec le dirigeant. Si la confiance est rompue, il n’est pas exclu que nous sortions du capital”, souligne sa directrice exécutive.

Du reporting à l’action

Si le capital-investissement est de plus en plus concerné par l’ESG, le chemin à parcourir reste long. “On constate depuis 10 ans une lame de fond concernant l’implication du capital-investissement dans la RSE, mais l’application des stratégies RSE est encore très graduelle”, commente Noëlla de Bermingham. La récupération des données auprès des



“Les gérants disposent d’un délai de 30 jours pour vendre les actions des entreprises qui ne passent plus le filtre ISR” Cesare Vitali, Ecofi.

entreprises est parfois complexe à obtenir, d’où une nécessaire amélioration du reporting. “La production des données par les TPE-PME et ETI non cotées constitue un point faible de l’ESG”, reconnaît Sylvain Lambert, qui tempère: “il n’est pas toujours nécessaire de s’intéresser aux chiffres. Les fonds effectueront une analyse des enjeux ESG des sociétés et construiront une politique ESG en se focalisant sur quelques sujets clés. Des actions seront mises en place et, peu à peu, les fonds obtiendront des chiffres sur ces sujets précis”. De fait, les acteurs du private equity tendent actuellement à mettre davantage l’accent sur les actions, voire l’impact réel des entreprises dans lesquelles ils ont investi. Ainsi, Ecofi surpondère “les indicateurs d’impact en ajoutant ceux liés aux impacts réels de la politique des entreprises”, souligne Cesare Vitali. “Il ne s’agit plus aujourd’hui que de faire du reporting, mais aussi de mettre en œuvre des actions tangibles pour obtenir un avantage compétitif et faire changer ces ETI non cotées de dimension. À l’avenir, les investissements seront fléchés vers les entreprises disposant d’une stratégie ESG. Cela deviendra un avantage compétitif pour elles, si la démarche est sincère et concrète”, conclut Guillaume Rebaudet. ■

SOPHIE SEBIROT

Chiffres clés

La part des institutions et sélectionneurs de fonds adoptant des critères ESG est passée de 65 % à 77 % entre 2019 et 2021.  
Source : étude Natixis IM - 2021

Au 1<sup>er</sup> semestre 2021, les fonds de capital-investissement et d’infrastructure français ont investi 13,6 Mds€ dans près de 1250 entreprises et projets d’infrastructure  
Source : Grant Thornton/France Invest

Ces fonds devenus entreprises à mission

“Nous voulions affirmer notre raison d’être, à savoir allier performance financière et respect de l’homme et de la planète”

En 2019, la loi Pacte a introduit la qualité de “société à mission” dans le droit des sociétés. Les entreprises à mission affirment publiquement leur raison d’être, ainsi qu’un ou plusieurs objectifs sociaux et environnementaux extra-financiers qu’elles se donnent pour mission de poursuivre dans le cadre de leur activité. Ces éléments, inscrits dans les statuts et contrôlés par un organisme tiers indépendant (OTI), deviennent un enjeu stratégique pour ces entreprises. “Ecofi a décidé de devenir la première société de gestion française à prendre le statut d’entreprise à mission, car nous voulions encore davantage renforcer et pérenniser nos engagements RSE et affirmer notre raison d’être, à savoir allier performance financière et respect de l’homme et de la planète”, déclare

Cesare Vitali, responsable du département ISR d’Ecofi, qui a mis en place un comité d’éthique et de mission ainsi que quatre objectifs, dont celui “d’accorder nos pratiques d’investisseur et d’entreprise en mettant en œuvre une politique RSE ambitieuse”. Le groupe Raise est également devenu une entreprise à mission depuis le 1<sup>er</sup> février dernier. “Nous nous sommes donné quatre engagements structurants pour la stratégie et le développement de Raise et, pour les faire vivre, avons créé quatre groupes de travail mobilisant l’ensemble des salariés, ainsi qu’un comité de mission”, commente Clara Gaymard, co-fondatrice de Raise avec Gonzagues de Bliguières. “Devenir une entreprise à mission permet de réfléchir en profondeur à sa raison d’être et de donner du sens à son action. Cela s’inscrit dans une vision de long terme, car la société devra s’engager à être bien en phase avec sa mission et s’y tenir. Ce qui peut sembler une contrainte donne à l’entreprise de la visibilité et de l’attractivité”, commente Guillaume Rebaudet, directeur associé chez Siparex ETI. ■

La loi Rixain pour accélérer l’égalité économique et professionnelle femmes-hommes

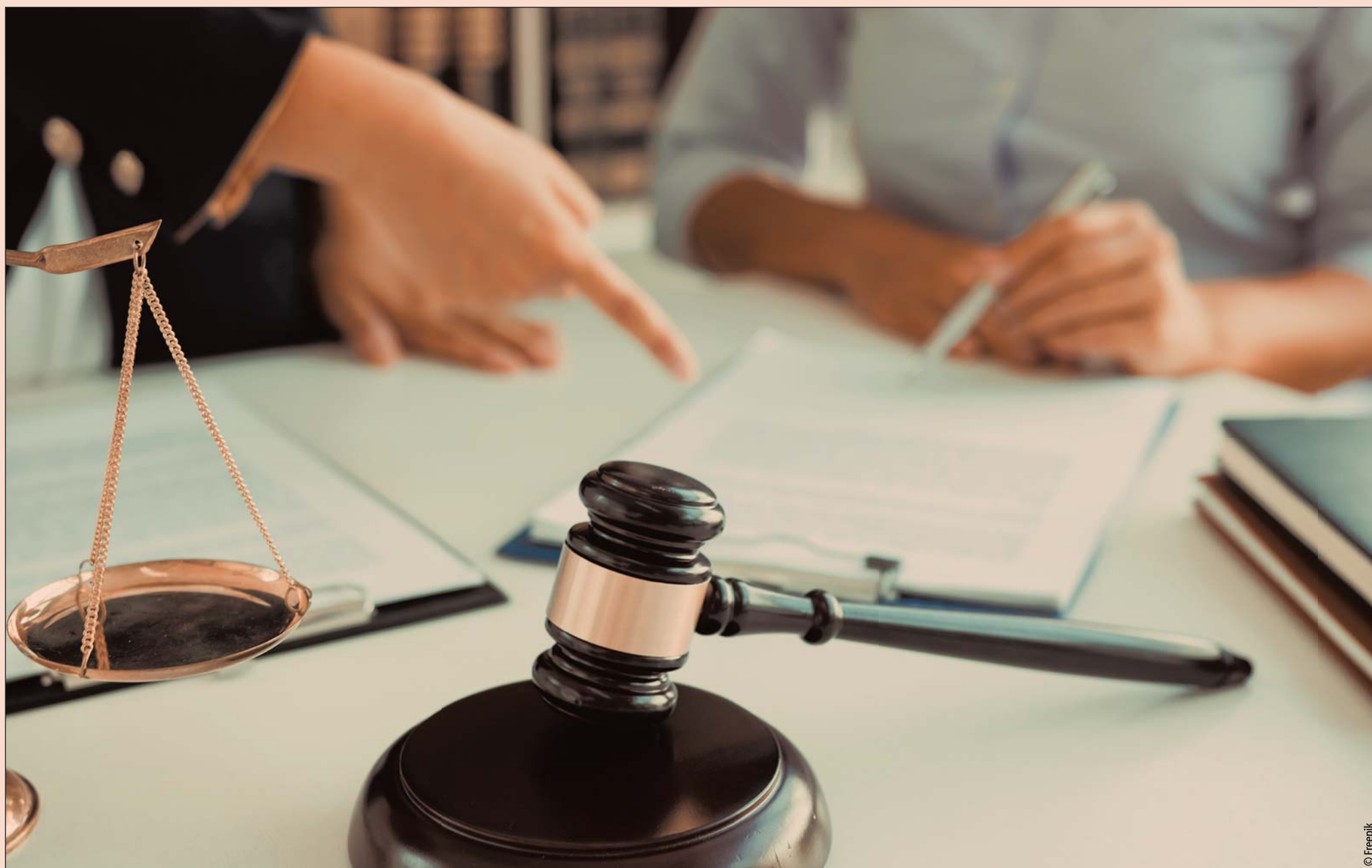
Elle impose la publication de l’ensemble des indicateurs relatifs aux écarts de rémunération entre les femmes et les hommes

Dix ans après la loi Copé-Zimmermann, qui instaurait des quotas de femmes dans les conseils d’administration des grandes entreprises, la loi Rixain “visant à accélérer l’égalité économique et professionnelle” a été adoptée en décembre 2021. Cette loi renforce l’index de l’égalité professionnelle à travers de nouvelles obligations:

elle impose la publication de l’ensemble des indicateurs relatifs aux écarts de rémunération entre les femmes et les hommes, ainsi qu’une nouvelle forme de publication des indicateurs. Ces derniers devront être rendus publics non seulement sur le site internet des entreprises, mais aussi sur celui du ministère du Travail. La loi étend l’obligation de publication de l’index aux éventuelles mesures de correction et aux objectifs de progression. La publication de ces deux facteurs est obligatoire depuis le 1<sup>er</sup> mars 2022. Pour rappel, lorsque la note finale obtenue après le calcul des indicateurs est inférieure à 75 points, les entreprises sont tenues de définir des mesures de correction adéquates et pertinentes dans le cadre

de la négociation obligatoire sur l’égalité professionnelle. La loi Rixain vise aussi à renforcer la proportion de femmes parmi les cadres dirigeants et les instances dirigeantes. Cette obligation concerne les entreprises de plus de 1000 salariés. Les instances dirigeantes devront comprendre 30 % de femmes d’ici 2027, puis 40 % d’ici 2030. Par ailleurs, la loi impose la publication annuelle des écarts de représentation entre les sexes aux postes à hautes responsabilités et au sein des instances dirigeantes de l’entreprise. À compter du 1<sup>er</sup> mars 2023, les écarts éventuels de représentation seront rendus publics sur le site Internet du ministère du Travail. La loi prévoit des sanctions financières en cas de non-respect de ces quotas de représentation. ■





Start-up

# La levée de fonds, aussi une affaire d'avocats

Propriété intellectuelle, 'management package', 'term sheet' et autres BSA, des questions de spécialistes

Le moment de la levée de fonds est primordial pour le développement des start-up. Pour ne pas entacher leur valorisation et gagner la confiance des investisseurs,

les jeunes pousses doivent être irréprochables en matière de droit social, de droit des sociétés et de droit de la propriété intellectuelle. S'entourer d'avocats

spécialisés est la solution pour bien vérifier, négocier et rédiger les différents documents nécessaires à un tour de table réussi.

**2**021 a été une très bonne année sur le marché du capital-risque. Les investisseurs institutionnels et les business angels se sont bousculés au portillon. Résultat, les start-up françaises ont levé 5,6 milliards d'euros au premier semestre 2021. En 7 ans, les montants investis dans les levées de fonds en France ont quasiment triplé. Mais pour profiter de tout cet argent disponible, les entrepreneurs ne sont pas toujours bien armés légalement. Propriété intellectuelle, droit social, gouvernance... Bon nombre de sujets peuvent se révéler épineux au moment des négociations avec les investisseurs, lorsque les fondateurs des start-up ne se sont pas assurés au préalable que toutes leurs affaires juridiques étaient en ordre. Bien souvent, les entrepreneurs qui débutent délaissent le volet juridique pour se concentrer sur le développement de leur produit ou de leur technologie. Et c'est quand il s'agit de lever des fonds

que les failles juridiques surgissent, empêchant parfois la bonne tenue d'un deal. Par exemple au moment de la "due diligence", quand l'investisseur commence à auditer les comptes, les statuts et les process internes de la start-up qu'il compte financer. "Nous essayons de sensibiliser nos clients en amont et nous réalisons des mini-audits avec les fondateurs pour s'assurer que tout est en ordre. Et ce sont souvent les mêmes failles que l'on retrouve", explique Laure Khemiri, avocate au sein du département corporate du cabinet August-Debouzy.

## Conflits récurrents autour de la propriété intellectuelle

Les potentiels litiges en matière de droit social et de propriété intellectuelle sont en tête de liste. Le cas se produit lorsque la start-up, au moment des négociations avec un investisseur, se rend compte qu'elle n'a pas de brevet sur la technologie qu'elle développe, ou que la

propriété intellectuelle de cette innovation revient à l'un des salariés et non à la société. "On constate presque tous les jours ce problème-là, notamment quand les entrepreneurs travaillent avec des free-lances,

## Au moment de lever des fonds, les failles juridiques surgissent, empêchant parfois la bonne tenue d'un deal

un statut qui peut poser problème lorsqu'il s'agit de rapatrier la propriété intellectuelle dans le capital de la start-up", commente Guillaume de Ternay, avocat associé chez Apollo, un cabinet spécialisé dans les opérations de private equity et de LBO. De cette situation découlent de nombreux bras de fer entre free-lance ou salariés et dirigeants de start-up autour de la propriété intellectuelle de telle ou telle innovation. Une situation plus que problématique quand on sait que la

technologie et le capital humain sont au cœur de la valorisation de la start-up, qui affiche souvent à ses débuts pas ou peu de chiffre d'affaires. "Notre travail consiste alors à s'assurer que les contrats de travail contiennent bien toutes les clauses en matière de cession de droits de propriété intellectuelle, ainsi que les clauses de non-concurrence", expose Laure Khemiri. Mieux vaut en effet avoir recours à un avocat sur ce dossier, car une clause mal rédigée peut parfois se révéler non opposable.

## Turbulences dans la gouvernance

L'entrée au capital d'investisseurs extérieurs peut aussi déstabiliser la gouvernance d'une start-up. "Les fondateurs doivent bien définir avec leurs investisseurs leur plan stratégique, ses étapes clés et la gouvernance à venir avant de se lancer dans la levée de fonds. Notamment en fixant dès le stade du term-sheet, le périmètre de

contrôle des nouveaux actionnaires: quelles décisions stratégiques seront sujettes à un droit de veto de la part de l'investisseur? qui vote le budget? quid en cas de blocage?...", liste



"Nous essayons de sensibiliser nos clients en amont, nous réalisons des mini-audits avec les fondateurs pour s'assurer que tout est en ordre." Laure Khemiri, August-Debouzy.





“Les fondateurs doivent bien définir avec leurs investisseurs leur plan stratégique, ses étapes clés et la gouvernance à venir avant de se lancer dans la levée de fonds.”  
Olivia Guéguen, cabinet Dentons.

Olivia Guéguen, avocate associée spécialisée en fusions acquisitions et private equity au sein du bureau parisien du cabinet Dentons, qui intervient sur des levées de fonds conduites par des pools mixtes d'investisseurs français et étrangers. Cette liste de décisions soumises à un droit de veto peut par exemple octroyer à l'investisseur un droit de regard en cas d'évolution de l'activité, d'investissement imprévu ou de recrutements au sein du management. Sur cette question, la tâche de l'avocat consiste à élaborer un savant compromis entre les managers qui veulent avoir les coudees franches pour développer leur business et les apporteurs de financement qui veulent sécuriser leur investissement. La situation se complique lorsqu'un groupe industriel qui investit en capital-risque est présent dans le pool d'investisseurs, faisant planer la menace d'un rachat complet à terme ou d'une absorption partielle

ou totale de la technologie développée par la start-up. “À mon sens, faire rentrer une grosse capitalisation dans son capital, c'est se suicider au sens juridique du terme”, juge Florence Savouré, avocate associée chez Apollo, un cabinet qui accompagne des start-up jusqu'à la signature du pacte d'associés. Le recours à un avocat peut alors être précieux, afin de déterminer quelles informations les fondateurs peuvent garder pour eux, et lesquelles ils sont dans l'obligation de transmettre. “Une start-up peut être réticente à donner accès à des informations stratégiques à un groupe industriel investisseur. Mais sans être naïf, si on fait entrer un industriel, c'est parce qu'il va apporter plus que du financement. Le point-clé est de bien choisir l'investisseur qui va devenir un partenaire, et de déterminer à quel stade de l'audit et à quel degré d'avancement des négociations on partage certaines informations clés. Le timing est primordial”, considère encore Olivia Guéguen.

#### 'Management package'

Les conseils juridiques sont aussi là pour aider les start-uppers à négocier les termes du “management package”, autrement dit les outils et les mécanismes d'intéressement des salariés imposés par le fonds d'investissement. Un sujet sensible pour les entrepreneurs, qui craignent qu'on touche à leurs revenus ou de se retrouver pieds et poings liés face à une société de gestion de fonds ou un groupe industriel. Les investisseurs demandent souvent aux start-up des clauses d'inaliénabilité des titres pendant 5 ou 10 ans, c'est-à-dire l'interdiction faite aux dirigeants d'une start-up de vendre leurs parts sur cette période. Ici, l'avocat peut venir négocier des

clauses de respiration, qui laisseront tout de même aux fondateurs la possibilité de vendre une partie des actions de leur société. Les clauses de “good et bad leaver” font aussi souvent peur aux entrepreneurs, car elles obligent un manager à

### Plus les investisseurs prennent des risques financiers, et plus les mécanismes juridiques se complexifient par rapport à des opérations plus classiques de LBO ou de capital-développement.

vendre ses parts en deçà de leur valeur vénale si jamais il quitte son entreprise avant un délai fixé par les investisseurs. “Pourtant, la clause de 'bad leaver' permet aussi aux dirigeants de start-up de se protéger en cas de départ d'un associé, et donc d'assurer la pérennité de leur affaire”, commente Maxime Legourd, avocat chez August-Debouzy, un cabinet qui accompagne chaque année une dizaine de start-up françaises via son concours Start you up.

#### 'Term sheet'

La plupart de ces clauses juridiques sont décidées très vite dans la négociation, et sont inscrites noir sur blanc dans le “term sheet”, une lettre d'intention signée par l'investisseur et les fondateurs comme base de négociation. “Il est très important de bien rédiger les clauses de ce term-sheet car une fois signé cet accord de principe entre start-up et investisseurs, il est très difficile de modifier les termes du deal. Tout l'investissement est conditionné par ce premier document”, poursuit Maxime Legourd, bon connaisseur du dossier car spécialisé sur les

questions de management package au sein du cabinet August-Debouzy. Globalement, ces négociations sont rodées et les instruments juridiques bien connus de tous. Lors des premiers tours de levées de fonds, les demandes des investisseurs sont souvent les mêmes. Les deals peuvent être conclus en quelques semaines. Une situation qui conduirait presque à rendre la présence d'un avocat superflue... “Mais ce serait oublier que les start-up n'ont souvent pas bien structuré leurs statuts sociaux au début, qu'il y a des failles dans la gouvernance, ce qui vient très souvent compliquer les choses”, pointe Florence Savouré, avocate associée chez Apollo.

#### Actions préférentielles & BSA

Au fil des tours de financement, de nouvelles complexités juridiques peuvent aussi apparaître. “À chaque tour, la start-up va émettre de nouvelles catégories d'actions de préférence donnant une priorité aux investisseurs entrés le plus tardivement et à la valorisation la plus haute. On créera également de nouveaux instruments d'intéressement, BSPCE [bons de souscription de parts de créateur d'entreprise, ndlr], actions gratuites ou autres. Tout cela suppose une gestion précise et une anticipation des prochaines étapes pour éviter d'être



“Il est très important de bien rédiger les clauses du term-sheet car une fois signé cet accord de principe entre start-up et investisseurs, il est très difficile de modifier les termes du deal.”  
Maxime Legourd, August-Debouzy.

confronté à des opérations de régularisation au moment où on voudrait clôturer une levée rapidement”, ajoute Olivia Guéguen. L'avocat peut ainsi conseiller les fondateurs de start-up quant à la structuration financière de leurs levées de fonds, le capital-risque utilisant des outils financiers spécifiques. Notamment les bons de souscription d'action, dits “BSA ratchets”, qui permettent aux investisseurs de se “relier” sans coût supplémentaire en cas d'éventuelle baisse de valorisation de la start-up lors des tours de financement suivant celui dans lequel ils ont investi. Cette clause est très souvent demandée par les investisseurs minoritaires, qui cherchent à se protéger d'une dilution de leur capital. Les dirigeants de start-up vont plutôt vouloir émettre des BSPCE, un outil financier d'intéressement des salariés. “Les fondateurs doivent être attentifs à cette question de l'intéressement de leurs équipes, car il s'agit souvent de profils très diplômés et très recherchés. Ici, les négociations portent souvent sur le plafond maximum distribué et la période de vesting, soit la durée au but de laquelle le salarié peut récupérer ses actions gratuites”, détaille Laure Khemiri. Plus les investisseurs prennent des risques financiers, et plus les mécanismes juridiques se complexifient par rapport à des opérations plus classiques de LBO ou de capital-développement. “Le vrai sujet, c'est le rapport de force entre fonds d'investissement et start-up”, relève Florence Savouré. En 2021, il fut très favorable aux patrons de la tech. 2022 ne devrait pas faire exception. ■

BENOÎT COLLET

#### Chiffres clés

**5,6 Mds€** : le montant investi par les fonds d'investissement et les business angels dans les levées de fonds des start-up françaises au premier semestre 2021.

Source : ministère de l'Économie et des Finances

### La legaltech dématérialise la levée de fonds

#### Les avocats affichent notamment comme ambition d'accélérer et d'automatiser les processus de closings via la technologie blockchain

Pour lever des fonds, les start-up peuvent aussi compter sur l'aide de la legaltech, qui promet aux entrepreneurs de les accompagner dans la gestion et le suivi et la documentation juridique nécessaire aux opérations financières. En novembre dernier, l'entreprise Uplaw, qui développe une solution Saas (software hébergé sur un cloud) a levé un million d'euros avec son concept de logiciel garantissant et simplifiant le suivi de la comptabilité-titres, des tables de capitalisation et des plans d'options des jeunes pousses de la tech française. Cette plateforme permet aux start-up de réaliser automatiquement un audit de leur documentation juridique afin d'identifier des irrégularités de forme et de résumer dans une timeline l'évolution corporate de

la société pour en donner une vision claire à de potentiels investisseurs. L'outil développé par Uplaw comporte aussi un système d'alerte qui vient rappeler les échéances juridiques comme les renouvellements de mandats, expiration des valeurs mobilières, augmentation du capital reversée aux salariés... Autant de fonctionnalités permettant d'assurer sa conformité avec la réglementation sociale, financière et fiscale, et qui peuvent être utiles en cas de levée de fonds. Fin 2020, le cabinet d'avocats spécialisé Inlo a de son côté lancé une collaboration avec la fintech Equisafe, afin d'automatiser et de fluidifier les closing de levées de fonds, et de rendre consultable par toutes les parties prenantes les informations relatives à la transaction : virement des fonds, retranscription de l'opération dans les registres de la société, signature, documentation... Les avocats affichent notamment comme ambition d'accélérer et d'automatiser les processus de closings, via la technologie blockchain qui doit permettre de rendre toutes les décisions et les documents juridiques transparents aux yeux de toutes les parties prenantes. ■

### Des cabinets en conseil financier aux côtés des start-up

#### Bons connaisseurs de l'écosystème parisien du venture capital, certains cabinets de conseil peuvent apporter un intéressant carnet d'adresses et faire office d'interface entre les investisseurs et les dirigeants de start-up lors des levées de fonds

Au moment de leurs levées de fonds, les start-up peuvent s'appuyer sur des cabinets de conseil spécialisés dans les entreprises de la tech. À

mesure que le venture capital prend de l'ampleur dans l'Hexagone, ces professionnels en financement de l'innovation se multiplient, proposant des prestations de conseil personnalisées dans un domaine où les avocats n'interviennent généralement pas : la valorisation des start-up. Spécialistes des questions fiscales (crédit impôt-recherche, crédit d'impôt innovation, statut “jeune entreprise innovante”...), de la propriété intellectuelle et des process industriels, ces conseillers financiers peuvent venir en aide aux entrepreneurs au moment de la création de leur entreprise comme lorsqu'ils doivent lever des fonds. Bons connaisseurs de l'écosystème parisien du venture capital, certains cabinets de conseil peuvent apporter un intéressant carnet d'adresses, et faire office d'interface entre les

investisseurs et les dirigeants de start-up lors des levées de fonds. Proches des fonds d'investissement, ils sont à même de décrypter les changements d'orientation des acteurs du venture capital, et connaissent bien les attentes du marché. En amont des opérations de financement, ces cabinets peuvent aussi proposer une stratégie autour de la propriété intellectuelle afin de valoriser le capital immatériel d'une start-up. Une sorte de mini-audit préalable, au cours duquel les experts financiers vont se pencher sur les brevets déposés, les questions de marque, les softwares utilisés, ainsi que les royalties ou les revenus liés à leur exploitation. Des cabinets comme Brandon Valorisation, B.Conseil ou Pax sont spécialisés sur ce type d'accompagnement. ■





Critères extra-financiers

# La finance durable dans le non-coté

Comment mesurer et améliorer les performances ESG des TPE, PME et ETI

Après s’être intéressée prioritairement aux grandes entreprises cotées, la finance durable, qui regroupe l’ensemble des capitaux désireux d’accompagner les entreprises socialement responsables affichant de bonnes performances sur les critères ESG (environnementaux, sociaux et de gouvernance) s’intéresse désormais aux entreprises non cotées. Les responsables des grands cabinets de conseil en stratégie et un nombre croissant de fonds spécialisés sont maintenant convaincus de la nécessité de tenir compte de critères extra-financiers dans toute décision d’investissement. Reste à évaluer les performances ESG des entreprises ciblées.

Les fonds spécialisés dans le private equity sont de plus en plus nombreux à accompagner les entreprises non cotées affirmant des préoccupations ESG (environnementales, sociales et de gouvernance) réelles. Ils s’inspirent en quelque sorte d’une stratégie déployée par les fonds s’intéressant aux sociétés cotées et travaillant sur des données extra-financières relativement fiables. Telle est la conclusion du dernier rapport du cabinet Bain & Company qui analyse chaque année les grandes tendances qui façonnent le paysage du capital-investissement dans le monde. En France, deux facteurs principaux accompagnent cette vague de fond vers la finance durable. Sans aucun doute, la création par le gouvernement, à l’automne 2020, du label France Relance qui vise à orienter l’épargne des Français vers les entreprises susceptibles de favoriser un développement

durable de notre économie, mais aussi la conviction de plus en plus forte des gestionnaires de fonds spécialisés dans le capital-investissement que la prise en considération des critères ESG constitue

**Il apparaît de plus en plus clairement que l’intégration des critères ESG est de nature à véritablement améliorer la pérennité et la résilience des entreprises, et donc la performance et l’image des fonds de private equity qui y détiennent des participations**

désormais une composante essentielle de leur stratégie de développement et d’investissement. À tel point que selon une étude menée par le cabinet de conseil et d’audit PwC en 2019, 95 % des sociétés françaises de private equity ont mis en place une politique d’investissement responsable et intègrent

les critères ESG dans leurs décisions de prise de participation. Il apparaît en effet de plus en plus clairement que l’intégration de ces critères est de nature à véritablement améliorer la pérennité et la résilience des entreprises, et donc la performance et l’image des fonds de private equity qui y détiennent des participations. Dès lors se pose la question de la sélection des entreprises “vertueuses”, et donc de leur évaluation sur les critères extra-financiers qui déterminent la performance ESG, à l’instant t mais également après mise en place de mesures d’amélioration. Les fonds de capital-investissement peuvent pour cela s’appuyer sur les équipes dédiées dont ils se dotent de plus en plus en interne, mais aussi sur les cabinets de conseil afin de qualifier les performances ESG des sociétés dans lesquelles ils souhaiteraient investir, mesurer précisément où elles en sont et quelles sont leurs perspectives d’amélioration.

## Les pouvoirs publics accompagnent le mouvement

Si l’engouement pour la RSE s’observe au niveau mondial, la France fait figure de précurseur, notamment du fait que les pouvoirs publics sont partie prenante dans ce mouvement de fond vers une économie plus durable. Parmi les dispositifs destinés à accompagner cette tendance, le label France Relance, annoncé en octobre 2020 par le ministre de l’Économie Bruno Le Maire, est une charte signée avec l’ensemble des représentants du secteur financier invitant les organismes de placement collectif à investir dans les entreprises non cotées respectant un certain nombre de critères environnementaux, sociaux ou de bonne gouvernance. Au-delà des indicateurs quantitatifs traditionnels (30 % des actifs investis dans des entreprises françaises dont 10 % minimum dans des TPE, PME ou ETI, ou 60 % dans des

entreprises françaises dont 20 % minimum dans des TPE, PME ou ETI selon la formule choisie), la direction du Trésor a introduit



“Ce type d’approche nécessite un vrai processus de filtrage, de sélection, de suivi et de reporting dans lequel la dimension ESG doit être intégrée à chacune des étapes.”  
Sylvain Lambert, PwC.





“L’enjeu est d’identifier, puis d’évaluer les risques ESG pouvant affecter la valeur de chacun de nos investissements.” Adrien Vannier, Allianz Global Investors.

pour les fonds candidats à l’obtention du label l’obligation de publier deux fois par an un rapport permettant d’évaluer leur niveau d’implication dans l’investissement socialement responsable. Aujourd’hui, moins de deux ans plus tard, on compte en France une trentaine de fonds labellisés France Relance (sur un total de l’ordre de 200) entièrement dédiés au capital-investissement.

Le nécessaire filtrage ESG des entreprises

Dans l’étude internationale réalisée dans 35 pays auprès de 200 sociétés de gestion par PwC sur la prise en compte des sujets ESG dans le private equity, près de 80 % d’entre elles ont déclaré avoir élaboré (ou être en train d’élaborer) une stratégie ESG applicable à l’ensemble des entreprises dans lesquelles elles investissent. “Ce type d’approche nécessite un vrai processus de filtrage, de sélection, de suivi et de reporting dans lequel la dimension ESG doit

être intégrée à chacune des étapes, depuis la prise de participation dans le capital jusqu’à la cession des parts en passant par le suivi de la gestion quotidienne tout au long de la période de détention”, confirme Sylvain Lambert, associé cofondateur du département durable de PwC France et Maghreb. Tout commence donc le plus souvent par une clause d’exclusion destinée à écarter tout investissement dans une entreprise ne respectant certaines normes environnementales, sociales ou de bonne gouvernance. Au-delà de l’interdiction visant les industries liées au charbon affirmée par la réglementation du label France Relance, nombre de gestionnaires de fonds se refusent désormais à financer des entreprises dont l’activité ou le comportement est jugé incompatible avec les règles déontologiques qu’ils se sont fixées. On peut citer entre autres les entreprises pétrolières jugées trop polluantes, ou encore celles ayant recours à des sous-traitants qui font travailler des enfants. Suit un examen minutieux de la véritable implication ESG, basée sur la technique de la due diligence, ou “vigilance raisonnable”, qui consiste à réaliser une sorte d’enquête auprès des dirigeants afin d’apprécier de manière aussi précise que possible leur engagement sur les critères ESG considérés comme essentiels. L’objectif consiste alors à accumuler un nombre de données suffisant pour mesurer les forces et les faiblesses de l’entreprise en la matière. Un travail qui pourra s’étaler sur plusieurs semaines, voire plusieurs mois, en fonction de la taille de l’entreprise et de la difficulté à obtenir des informations fiables “L’enjeu est d’identifier, puis d’évaluer les risques ESG pouvant affecter la valeur de chacun de nos investissements, et de structurer des

transactions permettant d’atténuer ces risques ESG” explique Adrien Vannier, spécialiste investissement durable chez Allianz Global Investors, qui a adhéré dès 2007

Le gouvernement a arrêté une liste de 47 indicateurs qui reflète la diversité des critères extra-financiers à laquelle les entreprises auront la possibilité de se référer

aux Principes pour l’investissement durable des Nations unies et dont les actifs gérés dans le non-coté représentent plus de 90 milliards d’euros.

Des indicateurs clés d’évolution

Une fois la prise de participation effective, les fonds d’investissement vont accompagner les entreprises dans le suivi de leur trajectoire ESG. Au même titre que les fonds exigent un reporting financier d’un certain standard, ils vont avoir la même exigence au niveau des indicateurs extra-financiers. Ce reporting servira ensuite de boussole pour suivre objectivement la trajectoire de la participation dans ses engagements. C’est ainsi que June Partners, spécialisée depuis près de dix ans dans le conseil aux entreprises en transformation, accompagne les dirigeants d’entreprise dans la mise en place d’un dispositif de suivi. “Sur la base d’un certain nombre de référentiels spécifiques au capital-investissement et d’un échange d’informations sur les bonnes pratiques au sein des secteurs concernés, nous sommes en mesure d’évaluer de manière relativement précise l’amélioration des performances ESG au fil des années”, assure Marc-Antoine Cabrelli, président associé de June. Exemples: la direction générale d’une plateforme de crèches a récemment vu passer sa représentation féminine de 33 % à 66 % en cinq ans,

ou encore un producteur de fruits frais devrait atteindre l’an prochain une réduction totale de 40 % de son empreinte carbone par rapport à celle de l’année 2019. Enfin, lorsqu’ils envisagent de céder tout ou partie des parts qu’ils possèdent dans une entreprise à forte implication ESG, un certain nombre de gestionnaires de fonds spécialisés ont l’habitude d’établir une dernière due diligence. Il s’agira, selon les cas, soit d’une note globale synthétisant l’ensemble des critères d’engagement ESG retenus au moment de la prise de participation, soit d’une note portant sur l’un ou l’autre des points forts de l’entreprise en la matière. “L’objectif est évidemment qu’une évolution positive de la performance par rapport à la note initiale puisse générer une plus-value importante lors de la revente de l’actif correspondant”, explique Maxime Defasy, directeur des investissements de la société Althos Invest, qui compte aujourd’hui plus de 500 millions d’euros sous gestion, dont une bonne part dans le capital-investissement.

Les labels ESG

Une enquête réalisée l’an dernier par les services du ministère des Finances a montré que 40 % des fonds de private equity disposaient d’une équipe entièrement dédiée à la recherche et au suivi des d’investissements ESG. On



“L’objectif est évidemment qu’une évolution de la performance ESG puisse générer une plus-value importante lors de la revente de l’actif correspondant.” Maxime Defasy, Althos Invest.

observe également que les gestionnaires de fonds sont de plus en plus nombreux à solliciter l’attribution des quelques labels qui ont été mis en place dans ce domaine au cours des dernières années: Greenfin pour les fonds à vocation environnementale, Finansol pour la finance solidaire et ISR pour les investissements socialement responsables. Un mouvement que les pouvoirs publics sont bien décidés à encourager en aidant les entreprises à se positionner sur la question. Tel est le sens de la mise en place en mai 2021 à Bercy d’une plateforme baptisée Impact, qui doit permettre à terme à toutes les entreprises – cotées ou non cotées – qui le souhaitent de publier en ligne leurs performances environnementales, sociales ou de gouvernance. Afin de leur faciliter la tâche, le gouvernement a arrêté une liste de 47 indicateurs qui reflète la diversité des critères extra-financiers à laquelle les entreprises auront la possibilité de se référer. Parmi eux, on trouve en effet aussi bien le niveau des émissions de gaz à effet de serre que le nombre d’heures de formation dispensées aux salariés, ou encore le ratio d’équité entre les rémunérations des hommes et des femmes. ■

DIDIER WILLOT

L’UE à la manœuvre avec la taxonomie européenne

La taxonomie vise à encourager les investissements vers les activités susceptibles de permettre à l’Union européenne d’atteindre la neutralité carbone d’ici à 2050

Afin de favoriser l’émergence au sein de l’Union européenne d’un véritable écosystème de la finance durable, la Commission de Bruxelles vient de publier un règlement dit Taxonomie européenne qui vise à encourager les investissements vers les activités susceptibles de permettre à l’Union européenne d’atteindre la neutralité carbone d’ici à 2050. Il contient deux dispositions essentielles. en premier lieu, une liste de près de 90 activités économiques considérées comme “vertes”, c’est-à-dire répondant aux objectifs environnementaux que s’est fixés l’Union

européenne: l’atténuation et l’adaptation au changement climatique, la protection des ressources aquatiques et marines, la protection et la restauration de la biodiversité, la lutte contre la pollution et la transition vers une économie circulaire. Cette liste s’accompagne d’un calendrier qui vise à étendre les obligations de reporting extra-financier pour environ 50 000 entreprises et acteurs financiers dans l’ensemble des 27 États membres. Dès cette année, les grandes entreprises de plus 500 salariés et la totalité des institutions financières sont tenues de publier la part de leurs activités éligibles à la taxonomie communautaire, tandis que les entreprises comptant plus de 250 salariés devront suivre pour leur reporting de l’année 2023 publié en 2024. À noter qu’en 2021, l’Union européenne a ouvert le chantier d’une future directive dite Corporate sustainability reporting (CSRD), qui devrait permettre de mesurer de manière relativement précise l’engagement des entreprises européennes en termes de critères ESG. ■

Les nouveaux métiers de la finance durable

Les chargés de reporting performance extra-financière ont pour mission d’élaborer les indicateurs qui permettront d’évaluer au fil du temps les progrès de l’entreprise

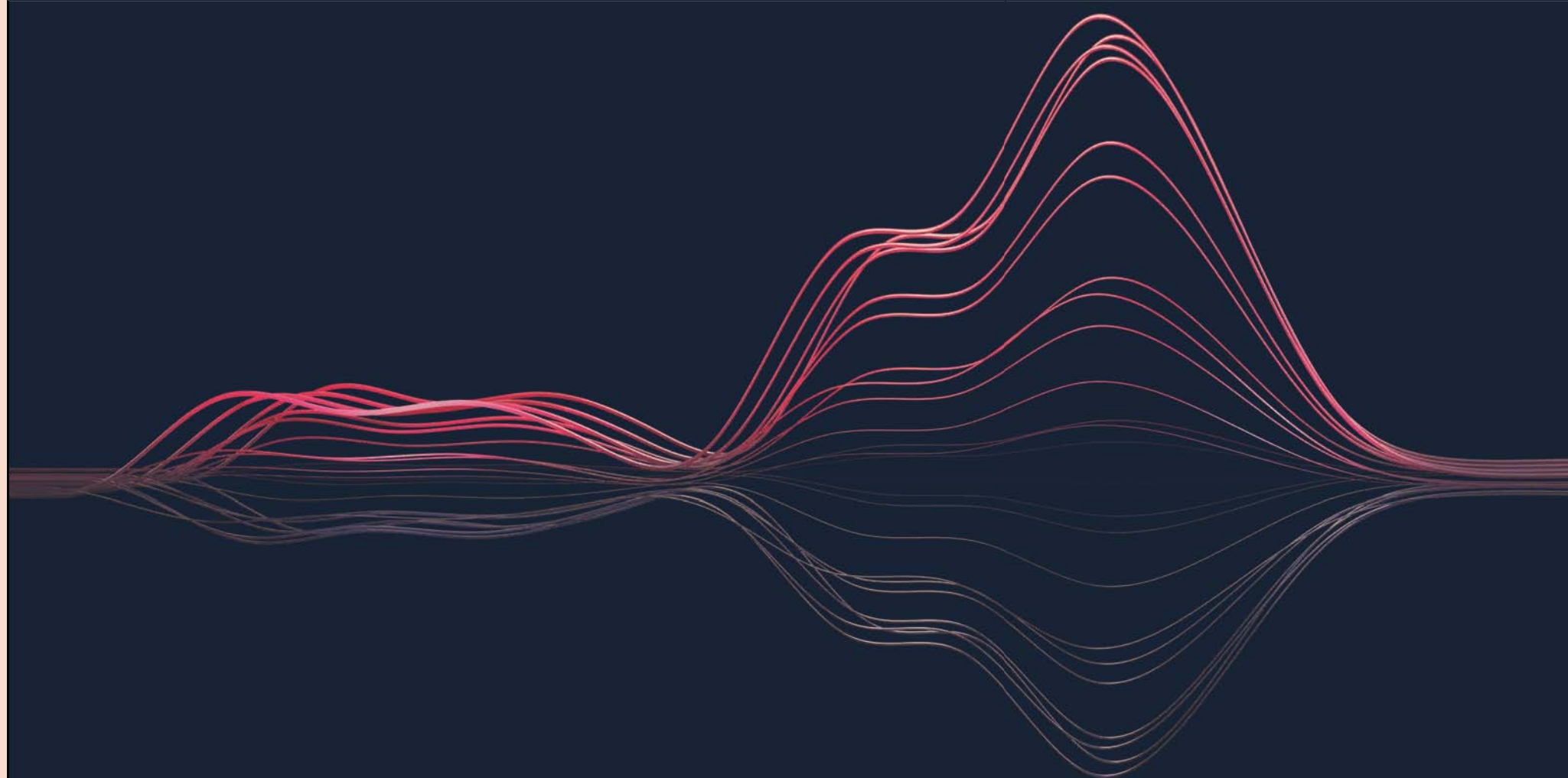
Afin de les aider à atteindre les objectifs ESG qu’ils se fixent, les chefs d’entreprise ont besoin de compétences spécifiques. C’est ainsi que de nouveaux métiers sont apparus

récemment en lien avec la finance durable. Les managers décarbonation. Particulièrement recherchés dans les secteurs du transport, de la construction et des infrastructures, ils ont pour mission d’imaginer des solutions susceptibles d’alléger l’empreinte carbone de chacun des services de l’entreprise. Les chargés de reporting performance extra-financière. Dans la perspective de la future directive communautaire CSRD (Corporate sustainability reporting), ils ont pour mission d’élaborer les indicateurs qui permettront d’évaluer au fil du temps les progrès de l’entreprise en matière de transition écologique. Les chefs de projet biodiversité. Au

sein des entreprises dont les activités sont susceptibles de nuire aux écosystèmes naturels, ils ont pour mission de proposer des solutions permettant de réduire l’impact des processus de production. Les managers numériques. Afin de répondre aux réglementations de plus en plus exigeantes dans ce domaine, ils ont pour mission de mesurer le niveau de la pollution technologique au sein de l’entreprise et de proposer une stratégie numérique permettant de la réduire. Les analystes data ESG. Ils ont pour mission de collecter, de traiter et d’interpréter l’ensemble des données relatives aux objectifs ESG que l’entreprise s’est fixés. ■



# La donnée au cœur de votre accompagnement numérique



L'équipe DLA Piper dédiée au droit des nouvelles technologies, données personnelles et cybersécurité, composée de près de 25 avocats spécialisés à Paris, et de 550 avocats à travers le monde, intervient dans tous les domaines du droit des technologies.

Nous vous accompagnons dans vos nouveaux défis et dans votre transformation digitale.



*DLA Piper France classé Tier 1 en IT, Télécom and the Internet ainsi qu'en protection des données personnelles par*

*Legal 500 EMEA 2022*



*DLA Piper France classé Band 1 dans la catégorie TMT droit des nouvelles technologies par*

*Chambers & Partners 2022*



*DLA Piper reconnu comme l'un des cabinets d'avocats les plus innovants d'Europe*

*FT Innovative Lawyers 2021*



Plus d'informations sur: [www.dlapiper.com/fr/france/services/intellectualproperty-and-technology/](http://www.dlapiper.com/fr/france/services/intellectualproperty-and-technology/)

