

NextStep

LE MAGAZINE DE LA CROISSANCE DES ENTREPRISES - MAI 2026 N°25

**RESTRUCTURING
FINANCEMENT**
COMMENT TROUVER
DES LIQUIDITÉS

**PRIVATE EQUITY
FONDS DE CONTINUATION**
CONCILIER LES INTÉRÊTS
DES LPS ET DU MANAGEMENT

**M&A
ACQUISITIONS**
QUAND DAVID
S'ATTAQUE À GOLIATH

A portrait of Angeles Garcia Poveda, a woman with dark, wavy hair, wearing a white blazer over a dark blue polo shirt. She is smiling and looking directly at the camera against a dark background.

ANGELES GARCIA POVEDA, PRÉSIDENTE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION
DU GROUPE LEGRAND

**“LA DIVERSITÉ DE PENSÉE
EST NÉCESSAIRE À L'ENTREPRISE”**

Votre nouvelle solution ELM*

- Pilotez efficacement votre activité juridique
- Augmentez la productivité des équipes
- Centralisez, automatisez, collaborez



Demandez
une présentation
personnalisée !



CENTRA
by LEXZUR

- Logiciel de gestion de cycle de vie des contrats (CLM), doté d'intelligence artificielle.
- Améliorez et automatisez la gestion de vos contrats et documents dans une plateforme unique augmentée d'IA.

CORE
by LEXZUR

- Solution de Practice Management avec automatisation des tâches et des flux.
- Centralisez et optimisez le suivi des dossiers juridiques et la gestion de la relation client dans une plateforme unique.

Pour en savoir plus : www.lamy-liaisons.fr/elm

* Logiciel de gestion juridique d'entreprise

Transmettre pour mieux pérenniser l'entreprise

Qui de mieux qu'un ancien patron pour parler de la reprise d'entreprise ? Serge Papin, ministre des PME, a présenté mi-avril son plan d'action pour faciliter le passage de témoin entre cédant et repreneur. « **Objectif reprises** » a pour ambition de mieux anticiper le grand mouvement des transmissions à venir avec 500 000 chefs d'entreprises françaises qui partiront à la **RETRAITE** dans les 10 prochaines années, et de faciliter l'opération même de reprise. Selon le ministre, près de 30 % des Français sont prêts à créer ou reprendre une entreprise. Une donnée qui dépasse même les 50 % chez les 18-34 ans. Mais il avertit : « *la cession ne doit pas rimer avec récession* », elle doit être anticipée et ne pas être vécue comme une épreuve administrative, sociale et fiscale. Sans surprise, il ressort de ce plan que l'État n'est pas en mesure de proposer la moindre nouvelle exonération fiscale. Le ministre a simplement évoqué « *la possibilité d'adapter le paiement de l'impôt sur les plus-values en conséquence* ». Mais bien sûr, aucun détail n'est livré. Le gouvernement compte surtout sur les banques pour aider à **financer les projets**, via le développement du crédit-vendeur. Autres solutions proposées : sensibiliser le chef d'entreprise par un courrier qu'il recevra à l'âge de 55 ans, mais aussi créer un « *Tinder de la reprise* », facilitant la mise en relation des dirigeants et des repreneurs. « *Aujourd'hui, on rencontre son partenaire en ligne ou en soirée. Alors faisons pareil pour les transmissions* », a lancé le représentant du gouvernement. Dont acte. Le plan questionne notamment sur l'absence

quasi-totale de référence à la transmission intra-familiale. Or, un tiers des dirigeants d'ETI ou de PME familiales françaises est âgé de plus de 60 ans. « *Avant on transmettait à ses enfants* », explique le ministre avant d'écourter le sujet : « *maintenant ils tracent leur propre voie et ils ont raison* ». Aujourd'hui, seule une **ENTREPRISE FAMILIALE** sur cinq franchit le cap de la deuxième génération – contre cinq sur dix en Allemagne et huit sur dix en Italie. Pourquoi accepter cet état de fait comme une fatalité ? Pourquoi ne pas encourager la transmission intra-familiale, quitte à promouvoir en parallèle des **MODES DE GOUVERNANCE PARTAGÉE**, avec un conseil d'administration par exemple. Selon une récente étude publiée par Lombard Odier en collaboration avec les étudiants d'HEC, 82 % des dirigeants accordent leur soutien à la jeune génération de la famille. La majorité d'entre eux a également organisé l'entreprise patrimoniallement pour permettre cette transmission. Mais seuls 39 % de ceux-ci ont établi un plan de succession formalisé. Et certains, bien connus, attisent même les conflits entre potentiels héritiers, trop heureux de pouvoir démontrer qu'ils demeurent irremplaçables. Ne faudrait-il pas également s'adresser à ces dirigeants ? Encourager les discussions, la rédaction de **chartes familiales**, de règles actionnariales... Et si le dirigeant avait aussi la charge de donner confiance aux nouvelles générations pour qu'elles se projettent et portent à leur tour la **PÉRÉNNITÉ** de l'entreprise ?

[ONDINE DELAUNAY,
rédactrice en chef

NextStep LE MAGAZINE DE LA CROISSANCE DES ENTREPRISES

Édité par Lamy Liaisons.

Siège social :
7 rue Emmy Noether
Immeuble Euroatrium
93400 Saint-Ouen

Associé unique :
Karnov Holdco France.
RCS Bobigny B 480 081 306

Directrice de la publication :
Rokhaya Pondi.

Rédactrice en chef :
Ondine Delaunay.

Directrice de clientèle :
Laure Doligé.

Journalistes :
Houda El Boudrari, Charles Ansabère
et Arnaud Lefebvre.

Mise en page, fabrication : Nord Compo.

Photographie : Claire Demoute, Adobe Stock, DR.

Couverture : Droits réservés.

Pour contacter le service client :
N° Cristal : 09 69 39 58 58
APPEL NON SURTAXE

Courriel : contact@lamyliaisons.fr
Internet : www.liaisons-sociales.fr
www.lamyline.fr
www.lamy-liaisons.fr

Toute reproduction ou représentation intégrale ou partielle, par quelque procédé que ce soit, du contenu de cette publication, effectuée sans autorisation de l'éditeur, est illicite et constitue une contrefaçon, y compris toute utilisation par des systèmes ou modèles d'intelligence artificielle ou toute reproduction ou extraction à des fins de feuille de textes et de données (TDM), notamment en application de l'article 4 de la Directive (UE) 2019/790. L'éditeur se réserve expressément ces utilisations.



6



10



20



26



34



40

AU SOMMAIRE
N°25 - MAI 2026

[interview

06 ANGELES GARCIA POVEDA, PRÉSIDENTE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DU GROUPE LEGRAND
« La diversité de pensée est nécessaire à l'entreprise »

[gouvernance

10 FOCUS
Bureau Vallée, dans les petits papiers des consommateurs

12 ÉCLAIRAGE
La succession du dirigeant, un enjeu, aussi, de communication

14 INTERVIEW
Conseil d'administration : vers quelle responsabilité ?

16 TRIBUNE
Gouvernance ESG dans le SBF 120 : sous l'uniformité apparente, des maturités inégales

[m&a

20 FOCUS
Chez Fayat, la croissance se construit aussi à coup d'acquisitions

22 ÉCLAIRAGE
Quand David s'attaque à Goliath

[restructuring

26 FOCUS
Clecim se forge un moral d'acier

28 ÉCLAIRAGE
Financer le restructuring en panne sèche de liquidité

30 INTERVIEW
Négocier dans un contexte dégradé

[private equity

34 FOCUS
Myrium bâtit son ascension sur des fondamentaux solides

36 ÉCLAIRAGE
L'extension du domaine de la due-diligence à la réputation

38 INTERVIEW
Les fonds de continuation sont devenus des instruments sophistiqués de cession

40 TABLE RONDE
Fonds de continuation : l'art de concilier liquidité des LPs et engagement du management



ANGELES GARCIA POVEDA EST PRÉSIDENTE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DU GROUPE LEGRAND DEPUIS JUILLET 2020. Alors qu'elle présente sa réélection à l'assemblée générale de mai 2026, elle analyse la dynamique de parité au sein des conseils et ses bienfaits pour les entreprises.

« La diversité de pensée est nécessaire à l'entreprise »

Lors de la deuxième édition du Next Women 40, dont vous présidiez le jury, vous avez lancé aux femmes présentes dans la salle : « Il faut avoir le courage de lever la main, d'élever la voix aussi » pour accéder aux postes de CEO. Est-ce à dire que les femmes

n'osent pas assez s'imaginer en potentielles dirigeantes du CAC 40 ?

Je refuse d'alimenter la thèse selon laquelle ce serait la faute des femmes si elles ne sont pas assez nombreuses au sein des organes de gouvernance. La réalité est toute autre. Nous avons

hérité de décennies de gouvernance très peu diverse. La présence d'une femme au sein d'un conseil ou d'un comex a longtemps été une exception. Les hautes fonctions nous étaient donc moins naturellement proposées. D'où le besoin de combler ce manque

d'offre naturelle par une demande plus explicite. Nous avons parfois un rapport au risque et à l'ambition un peu différent. Un sociologue m'a un jour expliqué que, pour les femmes la carrière est un sport individuel, tandis que, pour les hommes, il s'agit d'un jeu collectif. Nous avons plus souvent tendance à penser que, si l'on délivre les résultats et l'on réussit face aux objectifs qui nous sont fixés, le système, dans sa grande sagesse, va nous faire monter les marches naturellement. Je pense que la progression dans une carrière est plus complexe : c'est une question de choix, d'opportunités, de réseau, d'interactions avec des sponsors et pas seulement des mentors, de prise de risque, de bonne lecture des enjeux politiques. Il ne faut donc pas hésiter à exprimer l'ambition, l'envie de progresser ni à prendre des missions difficiles, qui cachent bien souvent des opportunités et pour lesquelles il y aura moins de concurrence. Passer de l'exception à la minorité fait évoluer les règles du jeu et les perspectives des entreprises. Force est de constater que cela a bien fonctionné dans les conseils d'administration.

Aujourd'hui, seules 5 femmes dirigent une entreprise du CAC 40 et 2 président des conseils d'administration. Quelles transformations espérez-vous encore voir dans la gouvernance d'entreprise pour que la parité et la diversité soient pleinement intégrées comme leviers de performance ?

La diversité de pensée est nécessaire à l'entreprise. Le monde est bien trop complexe et changeant pour qu'un profil unique suffise à diriger une entreprise vers l'avenir. Plus les regards autour de la table varient, plus on a de chances de trouver les bonnes réponses. Au-delà de la mixité, je crois vraiment à la diversité de pensée, sous toutes ses formes : qu'elle soit culturelle, géographique, socio-professionnelle, de genre, de générations. Elle est un levier de performance et de créativité. La parité est un angle important de cette diversité puisque les femmes représentent la moitié de la population de la planète. Le mouvement est amorcé, même si les chiffres restent encore modestes. L'année 2026 sera une grande année de renouvellement de mandats à la

tête des sociétés. La dissociation des fonctions de président et de directeur général est maintenant une tendance de fond, même s'il y a des exceptions puisque le leadership est contextuel et que certaines situations peuvent justifier de réunifier les rôles. Un dirigeant a de plus en plus de sujets à traiter et la gouvernance est de plus en plus complexe : un tandem qui fonctionne est une très bonne solution pour éviter l'isolement et bénéficier de la complémentarité. La dissociation crée plus de postes, et cela représente une opportunité pour les femmes.

Les groupes du CAC 40 ont accueilli 37 nouveaux administrateurs en 2024, selon une étude d'Heidrick & Struggles publiée en juillet dernier. Ce sont à 57 % des femmes, avec une expérience de direction générale et un parcours à l'étranger. En quoi la présence accrue de ces profils au sein des conseils d'administration modifie-t-elle, selon vous, la dynamique des prises de décision ?

La loi Coppé-Zimmermann a été capitale pour faire progresser la mixité au sein des instances de gouvernance des entreprises françaises. Alors que j'ai longtemps été opposée aux quotas, j'ai pris conscience qu'ils sont parfois indispensables. Je n'ai pas le moindre doute que nous ne serions pas au même résultat aujourd'hui sans cette loi. L'arrivée de femmes dans les conseils a permis à la gouvernance de faire des progrès fantastiques. Les présidents des conseils ont dû faire l'effort de professionnaliser les recherches et de penser différemment. La contrainte a généré de la créativité. Les cabinets ont accompagné le mouvement en élargissant le champ, en définissant des profils recherchés et les compétences dont les entreprises avaient besoin. La progression de la gouvernance s'est manifestée sur de nombreux aspects : le taux d'indépendance a augmenté, tout comme la diversité géographique des administrateurs (d'abord au travers de profils européens, puis américains et enfin asiatiques), les conseils ont rajeuni, les pools d'administrateurs ont été rafraîchis avec 40 % de primo-mandataires – ce qui a de fait résolu le problème des cumuls de mandats. Le renouvellement a également favorisé l'arrivée de nouvelles

QUELQUES CHIFFRES À FIN MARS 2026

Le conseil d'administration de Legrand

82 % d'administrateurs indépendants
55 % de femmes
7 nationalités

Le comité de direction de Legrand

40 % de femmes
4 nationalités

compétences : le digital, la RSE, l'audit, la finance, les RH. Le regard sur les profils, et notamment ce qui est considéré comme « expérience qualifiante » pour entrer dans un conseil a changé. La résultante a été un véritable renouvellement de fond et une diversité de pensée augmentée.

Comment la diversité des parcours – souvent moins linéaires chez les femmes – peut-elle enrichir l'innovation en matière de gouvernance ?

Par construction, les femmes ont des parcours non linéaires, ne serait-ce que pour des questions familiales. Mais, chez les hommes également, je constate de plus en plus ce type de carrière. Les allers-retours sont fréquents entre les unités de métiers, les géographies, les fonctions... Les jeunes considèrent désormais qu'il est normal de passer d'un grand groupe à une start-up, pour revenir ensuite dans une ETI. Cette grande liberté pour envisager le monde du travail me paraît excellente. Cela permet d'acquérir une palette d'expériences et de compétences plus riche, et de continuer à apprendre tout le long de nos carrières ce qui bénéficie aux entreprises.

Les femmes occupent aujourd'hui plus de 45 % des sièges des conseils d'administration du CAC 40, contre 15 % il y a neuf ans. La France est en tête du classement européen. Pourtant la mixité se cantonne surtout à certains comités spécialisés (nominations, rémunérations). Comment l'expliquer ?

C'est un mythe qu'il faut démonter. Selon les statistiques, il y a 13 % de femmes présidentes et 37 % de femmes administratrices-référentes (le poste de *primus inter pares* du

conseil d'administration antichambre de la présidence). En outre, si 45 % des sièges des conseils sont occupés par des femmes, il convient de noter que 54 % d'entre elles président des comités. Les femmes ont donc, plus que les hommes, des postes d'influence au sein des conseils. Concernant le type des comités, elles président 50 % des comités d'audit, 59 % des comités de nomination et de rémunération – essentiels –, 74 % des comités RSE et 32 % des autres (dont 22 % des comités de stratégie, souvent présidés par le président du conseil ou par l'actionnaire de référence, et qui n'existent que dans une minorité d'entreprises). Selon moi, les femmes sont sur-représentées dans les comités RSE car c'est une matière qui a été particulièrement renforcée durant la dernière décennie. Il est intéressant de noter la forte représentation à la tête des comités des rémunérations, lieu où cristallisent toutes les priorités de l'entreprise et souvent sujet central des échanges avec proxys et investisseurs. Il en est de même pour les comités de nomination. Il n'y a pas de responsabilité plus importante pour un conseil d'administration que celle de nommer le dirigeant et de préparer sa succession. Il est donc remarquable qu'en seulement 15 ans, le degré de confiance dans la compétence des administratrices soit tel qu'on leur confie les sujets les plus sensibles. Il reste l'enjeu de continuer à progresser sur la présidence du conseil.

En 2026, un certain nombre de mandats de président seront renouvelés. Est-ce le moment de nommer plus de femmes ?

Les successions à la tête des entreprises sont des équilibres subtils. Je ne crois pas qu'il faille changer pour changer, tout dépend de la situation des groupes. Évidemment, lorsqu'un poste de dirigeant se libère, qu'il soit exécutif ou pas, j'appelle toujours de mes vœux, *a minima*, qu'il y ait de très bonnes candidates sur la liste. Je me réjouis de voir les nominations de femmes à la tête de grands groupes – je pense notamment à Belén Garijo, récemment nommée chez Sanofi. Tout comme je m'étais réjouie, à l'époque, de voir les nominations de Christel Heydemann chez Orange, de Catherine MacGregor chez Engie, d'Estelle Brachlianoff chez Veolia, de Hinda Gharbi chez Bureau Veritas,

de Christel Bories chez Eramet. Ces dirigeantes sont remarquables : compétentes, énergiques et ont des personnalités formidables. Elles sont des « *role models* » pour les autres.

Y a-t-il des secteurs plus porteurs que d'autres pour permettre aux femmes d'accéder aux postes de gouvernance ?

On pourrait penser, au regard du faible taux de féminisation dans les écoles d'ingénieurs, que certains secteurs sont moins porteurs pour les dirigeantes. Mais il suffit de regarder : parmi les sept femmes CEO ou présidentes de groupes du CAC 40, cinq d'entre elles exercent dans le secteur industriel. Il n'y a donc pas vraiment d'explication sectorielle au faible taux de féminisation. Tout est possible, il suffit juste d'un peu de volonté.

Prendre la parole en tant que femme dirigeante, notamment dans des espaces de pouvoir encore très masculins, demande parfois du courage. Avez-vous été confrontée à cette réalité, et comment avez-vous appris à faire entendre votre voix ?

Quand on est en minorité dans un groupe humain, il est plus difficile de trouver de l'écho. Il ne faut pas hésiter à résoudre avec soi le problème de la légitimité et à exprimer ce que l'on pense avec sincérité. L'authenticité confère du poids à ce que l'on veut porter. Encore plus dans le monde d'aujourd'hui, dans lequel il y a beaucoup de confusion et de messages brouillés. Les dirigeants authentiques, qui ne sont pas différents dans la vie et sur la scène, ont plus de chances d'être entendus car ils n'ont pas à dépenser de l'énergie à être quelqu'un d'autre. Il est également utile d'identifier des alliés et s'appuyer sur eux pour augmenter son impact.

On voit de plus en plus de dirigeantes s'exprimer assez librement dans les conseils d'administration,

voire commenter des décisions politiques. Qu'en pensez-vous ?

Le dirigeant est un citoyen qui doit agir avec responsabilité et mettre au service de la communauté ce qu'il a de connaissance et d'engagement. Je pense néanmoins qu'il ne nous appartient pas de commenter chaque épisode de l'actualité. En revanche, que l'on puisse s'exprimer sur des sujets économiques et participer à des réflexions sur d'éventuelles réformes – comme au travers du Front économique, *via* le Medef – me paraît absolument essentiel. Le dirigeant doit s'assurer que la perspective économique est présente dans les programmes de nos politiques, dans les actions de nos gouvernements. Il faut néanmoins raison garder et je ne pense pas que ce soit le rôle du dirigeant de s'ériger en oracle sur tous les sujets sociétaux.

[ONDINE DELAUNAY]



gouvernance

09

24 %

DES POSTES EN COMITÉ DE DIRECTION SONT OCCUPÉS PAR DES FEMMES EN FRANCE

SOURCE : NOMINATION

13,3 %

DES PRÉSIDENTS DE CONSEIL DANS LE SBF 120 SONT DES FEMMES

SOURCE : IFA ET ETHICS & BOARDS

58 %

DES DIRIGEANTS CONSIDÈRENT LA VOLATILITÉ ÉCONOMIQUE COMME LEUR PREMIÈRE SOURCE DE PRÉOCCUPATION POUR 2026

SOURCE : CEO & BOARD CONFIDENCE MONITOR, HEIDRICK & STRUGGLES



BASTIZ - STOCKADOBEL.COM



Bureau Vallée, dans les petits papiers des consommateurs

Créé en 1990, Bureau Vallée est parvenu à s'imposer comme le leader français sur le marché de la papeterie et de l'équipement de bureau. Une réussite familiale sur un plan à la fois économique et philanthropique, la société reversant via le fonds de dotation dont elle vient de se doter une partie de ses bénéfices au profit de causes de bien commun.



✓ Bruno Peyroles, fondateur

LA PASSE DE DEUX POUR BUREAU VALLÉE.

Pour la deuxième année consécutive, le spécialiste de la papeterie et de l'équipement de bureau vient d'être élu par les consommateurs « meilleure enseigne » de son secteur. Une consécration pour ses plus de 400 magasins, ses plus de 3 000 collaborateurs et, surtout, son fondateur, qui a su il y a quelques décennies importer en France un modèle de magasins reposant sur le « discount durable ». Parmi ses forces principales, des prix bas, une réduction des emballages ou encore une incitation des fournisseurs à tendre vers l'éco-conception de leurs produits.

Un coup de boost permis par la franchise

C'est à la fin des années 1980 que l'idée commence à germer dans l'esprit de Bruno Peyroles. Travaillant alors chez Auchan, ce dernier profite d'un voyage professionnel aux États-Unis pour y franchir, l'espace de quelques secondes, les portes d'une boutique Office Depot. Pour lui, c'est une révélation. À son retour, le néo-entrepreneur peaufine le projet Bureau Vallée et réunit des capitaux

auprès de sa famille et d'amis. En 1990, l'entreprise est officiellement créée, avec un premier magasin ouvert dans le grand ouest parisien, rapidement suivi de deux autres. « La charge de travail consistant à gérer trois magasins de front commençait à être lourde », se remémore-t-il.

Convaincu par ailleurs de l'importance qu'un responsable de point de vente soit au plus proche des clients, Bruno Peyroles s'intéresse dès lors au système de la franchise, qu'il choisit de promouvoir. Peu consommatrice en capitaux et beaucoup moins risquée pour le franchiseur, cette stratégie en vogue (voir encadré) se révèle vite être un succès. « Avec près de 85 % de nos magasins aujourd'hui franchisés, elle nous a permis d'accélérer considérablement notre déploiement en France métropolitaine, mais aussi dans les DOM-TOM et dans plusieurs pays européens (Espagne, Belgique, Italie et Malte) », explique-t-il. Afin notamment de pouvoir porter une assistance financière en cas de difficultés, le holding détient une action dans chaque magasin.

Une aventure familiale

L'an dernier, Bureau Vallée a dégagé un chiffre d'affaires de 750 M€. Mais au-delà des performances financières, Bruno Peyroles voit dans la réussite de son groupe un autre motif de satisfaction. « Nous sommes une vraie entreprise familiale, pas seulement sur le plan capitalistique. » De fait, son épouse et deux de ses trois enfants participent activement à l'aventure. Une aventure qui a pris une autre dimension en 2019. Alors que la loi Pacte fraîchement adoptée en France donne un coup de projecteur aux problématiques de responsabilité sociale et environnementale, avec notamment la mise en avant de la « raison d'être » et de la qualité de « société à mission », Bruno Peyroles fait la découverte d'« un drôle d'outil » : le fonds de dotation. L'idée d'en créer un et d'en faire un actionnaire de Bureau Vallée le séduit immédiatement. Encore peu répandu au capital d'entreprises en France, ce dispositif est souvent déployé par des fondateurs soit désireux d'assurer la pérennité de leur société alors qu'aucun descendant n'est appelé à prendre leur relève, soit soucieux d'en préserver l'ancrage territorial et les valeurs après leur départ, soit enfin les deux à la fois. « Deux de mes enfants, qui exercent aujourd'hui des fonctions de direction générale, ont vocation à rester aux manettes une fois que j'aurai cédé mon poste de président. La question de la succession ne constitue absolument pas un sujet chez nous », prévient cependant Bruno Peyroles. Pour ce dernier, les réflexions afférentes à la mise en place d'un fonds de dotation s'inscrivaient en conséquence dans une logique quelque peu différente. « Depuis la création de Bureau Vallée, nous n'avons jamais eu pour habitude de distribuer énormément de dividendes. Dans ce contexte, nous avons constitué au fil des années une manne conséquente, dont la redistribution partielle au profit de causes d'intérêt commun

LES CHIFFRES CLÉS

1990, l'année de création

750 M€ de chiffre d'affaires en 2025

Un réseau de plus de **400** magasins dans le monde...

... dont **85 %** environ franchisés

Plus de **3 000** collaborateurs

nous est apparue souhaitable. » Or tel est justement l'ambition de ce type de véhicules, dont l'objet est de réaliser une œuvre ou une mission d'intérêt général, ou bien d'aider un autre organisme à but non lucratif pour accomplir une œuvre ou une mission d'intérêt général en lui accordant des financements.

Un quart du capital transmis

En décembre 2019, le fonds de dotation « Bureau Vallée pour une planète heureuse » voit ainsi le jour. Sa vocation est de soutenir des projets d'intérêt général dans trois domaines intrinsèquement liés à l'activité et à l'histoire du groupe, à savoir l'éducation, l'environnement et les alternatives éco/socio-responsables. S'étant vu transmettre 25 % des parts de Bruno Peyroles, il peut donc bénéficier de distribution de dividendes à hauteur de cette participation, « ce qui vient alimenter son budget destiné à soutenir des causes qui nous sont chères ». En moyenne, ce sont 400 000 à 600 000 euros qui sont reversés chaque année à des associations. Tant pour l'entreprise que pour son fonds de dotation, les perspectives continuent de s'annoncer porteuses. Tandis que « la bascule digitale susceptible d'affecter notre métier n'est pas si massive et rapide que supposé », l'activité reste « tonique » et en « croissance soutenue », soutient Bruno Peyroles. Dans ce cadre, le réseau de magasins devrait poursuivre l'extension de son maillage géographique, avec une vingtaine d'ouvertures prévues en 2026 – après une quinzaine finalisées l'an dernier – en France, en Belgique et en Espagne. L'offre de Bureau Vallée va également s'enrichir, avec l'inclusion dans son catalogue de services en matière, par exemple, de réparation et de reprographie. De quoi attirer toujours plus de clients, et assurer une troisième médaille d'or de suite dans la course au titre de « meilleure enseigne » du secteur ? Chez Bureau Vallée, tout est en place pour relever ce nouveau défi.

ARNAUD LEFEBVRE

UN MODÈLE QUI SÉDUIT

Système de commercialisation de produits et/ou de services fondé sur la collaboration entre deux entreprises indépendantes juridiquement et financièrement, la franchise repose sur un franchiseur qui est à l'origine de la création d'un concept d'une part, et un franchisé qui cherche à l'exploiter d'autre part. Ayant connu un premier essor au début des années 1970 en France, ce modèle s'est depuis largement diffusé. Selon la Fédération française de la franchise, il existe désormais près de 2 100 réseaux dans l'Hexagone, qui comptent plus de 90 000 points de vente et génèrent près de 963 000 emplois directs et indirects. Parmi les dirigeants franchisés, 46 % sont des femmes. Les secteurs d'activité les plus représentés sont l'équipement de la personne, la restauration rapide, les services aux personnes et l'alimentaire.

La succession du dirigeant, un enjeu, aussi, de communication

Parce qu'une entreprise peut subitement se retrouver orpheline de son dirigeant, la préparation d'un plan de succession incluant des profils de candidats potentiels d'une part, et la communication autour de celui-ci d'autre part, sont clés pour assurer la pérennité d'une entreprise et rassurer ses parties prenantes comme ses investisseurs. En pratique, les facteurs d'amélioration sont pourtant nombreux, y compris au sein des grands groupes.

Restera ? Restera pas ? Au cours de cette campagne 2026 des assemblées générales, pas moins de 26 dirigeants du CAC 40 – deux présidents-directeurs généraux, dix-sept présidents et sept directeurs généraux – voient leur mandat arriver à son terme, d'après le recensement effectué par Scalens. Selon toute vraisemblance, la plupart de ceux qui remplacent devraient être renouvelés à leur poste. Que se passerait-il dans le cas contraire ? Difficile, parfois, de le savoir. Dans son rapport 2025 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées, l'Autorité des marchés financiers (AMF) rappelle en effet avoir constaté, à maintes reprises dans le passé, que « la plupart des émetteurs ne fournissent pas suffisamment d'informations à la fois sur l'existence et sur la mise en œuvre des plans de succession de chacun des principaux dirigeants mandataires sociaux ». Une situation qui peut se révéler d'autant plus problématique en cas de vacance du pouvoir inopinée, consécutive par exemple à la démission surprise du responsable concerné ou, pis, à son décès.

Soft law

Aux yeux du Haut comité de gouvernement d'entreprise (HCGE), l'établissement d'un plan de succession des dirigeants mandataires sociaux constitue pourtant « l'une des missions essentielles du conseil » d'une société. Conformément à l'article 18.2.2 du code Afep-Medef,

il appartient à ce titre au comité des nominations, ou à un comité *ad hoc*, de concevoir un tel plan. S'adressant plus spécifiquement aux PME cotées, le code middlenext préconise pour sa part que le sujet de la succession soit régulièrement inscrit à l'ordre du jour du conseil ou d'un comité spécialisé, « afin de vérifier que la problématique a été abordée ou que son suivi a été effectué annuellement ». Or force est de constater que les pratiques en la matière demeurent largement perfectibles. En effet, l'AMF faisait par exemple remarquer, fin 2025, que cinq sociétés de l'échantillon ne respectent pas les exigences leur incombant « en ne mentionnant pas spécifiquement l'existence d'un plan de succession, soit du directeur général, soit du président du conseil d'administration » d'une part, et que dix-huit sociétés ne fournissent aucune information sur la méthode d'établissement des plans de succession des dirigeants mandataires sociaux d'autre part.

Des délais qui interrogent

Il est donc peu dire que le manque de transparence autour de ce sujet sensible est parfois criant. Manque qui, dans certains cas, peut masquer un niveau de préparation tout aussi défaillant. « Comme l'illustrent les récentes successions de Carlos Tavares chez Stellantis et de Luca De Meo chez Renault, il n'est pas rare de constater que les plans en place, y compris au sein de grands groupes cotés, semblent assez

limités », confirme Charles Pinel, directeur général de Proxinvest. Au sein de ces deux fleurons automobiles, plusieurs mois ont en effet été nécessaires pour désigner l'identité des heureux élus, Antonio Filosa pour le premier et François Provost pour le second. « Des délais qui interrogent d'autant plus que les administrateurs des groupes concernés ont finalement opté pour des candidats en interne », relève un autre expert de la gouvernance. À l'inverse, la pratique de certaines sociétés dans ce domaine est tout particulièrement saluée. « Tout en annonçant le non-renouvellement du mandat de son dirigeant en début d'année, Sanofi a simultanément communiqué sur l'identité de successeur, et précisé avoir anticipé les conséquences de cette nomination en relevant la limite d'âge », illustre Jehanne Leroy, directrice de la recherche France chez Proxinvest.

Un équilibre à trouver dans la transparence

En anticipant « l'après » et en faisant preuve de transparence sur le processus afférent, l'objectif recherché doit être, avant tout, de rassurer les diverses parties prenantes de l'entreprise et ses partenaires financiers. « Vis-à-vis des investisseurs, c'est l'incertitude qui crée des remous. D'où l'importance de communiquer au plus tôt », insiste Jehanne Leroy. La tâche, bien entendu, n'est pas toujours aisée. « À l'instant-T, il est possible d'identifier un profil de dirigeant

en parfaite adéquation avec la stratégie validée par le conseil d'administration. Mais dans la mesure où cette stratégie peut évoluer, il est toutefois difficile d'aller plus loin, en donnant des noms », reconnaît ainsi Charles Pinel. De son côté, l'AMF identifie un autre écueil manifeste : la divulgation anticipée de certaines informations sensibles sur le plan de succession apparaît, selon elle, susceptible de nuire au bon déroulement du processus et de porter atteinte à la réputation de la société comme à celle des personnes concernées, tout autant qu'à celle des sociétés dans lesquelles ces personnes exercent un mandat.

Certaines pratiques appréciées

Dans ce cadre, les instances de gouvernance peuvent donc parvenir à trouver le bon équilibre en matière de préparation et de communication. « Dans la perspective d'une vacance imprévue, car liée à un décès, à une démission du dirigeant ou tout autre événement imprévisible, il est important d'identifier en interne un ou plusieurs successeurs potentiels, susceptibles de reprendre les rênes du groupe que ce soit sur le court terme – dans l'attente du recrutement d'un candidat en externe – ou sur le moyen-long terme », érige en priorité Charles Pinel. Parmi les bons réflexes à adopter, l'AMF préconise aussi, dans la configuration où un comité *ad hoc* est chargé de la mise en œuvre d'un plan de succession, de fournir des informations sur sa composition et sur la proportion de membres indépendants. En outre, dans l'hypothèse où le dirigeant en poste viendrait à être impliqué dans le processus de nomination de son remplaçant, l'article 12.3 du code Afep-Medef mentionne qu'il est recommandé d'organiser chaque année au moins une réunion excluant la présence des dirigeants mandataires sociaux exécutifs, au cours de laquelle peut notamment être abordée cette problématique. Et Jehanne Leroy d'ajouter que « l'une des pratiques les plus appréciées, tant en interne que par les investisseurs, consiste à désigner un directeur général délégué qui va œuvrer durant une à deux années avant de prendre la relève ». Dont acte !

ARNAUD LEFEBVRE



Charles Pinel, directeur général de Proxinvest

Jehanne Leroy, directrice de la recherche France de Proxinvest

DEUX TECHNIQUES POUR PALLIER UNE CERTAINE FORME D'IMPRÉPARATION

- Face au départ surprise de Luca de Meo à la tête de Renault, l'an dernier, la marque au losange avait nommé un directeur général par intérim (Duncan Minto) avant de jeter son dévolu sur François Provost. Une pratique assez courante. Sur les 30 mandats de dirigeants pourvus ou à pourvoir entre le 1^{er} juillet 2024 et le 30 juin 2025 au sein d'un panel de sociétés analysées par l'AMF dans son rapport 2025 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées, il ressort en effet que les conseils d'administration ou de surveillance ont eu recours à la désignation d'un dirigeant intérimaire dans 27 % des cas. Aux yeux des spécialistes de la gouvernance, une telle approche peut se révéler vertueuse en ce sens qu'elle contribue à assurer le bon fonctionnement de la société le temps que le processus de succession engagé puisse aller, sereinement, jusqu'à son terme. Comme le fait cependant remarquer le gendarme boursier, ces situations peuvent aussi « témoigner d'une absence de plans de succession ou de leur inadéquation à la situation à laquelle la société est confrontée ». D'où l'importance de bien communiquer auprès des salariés et des investisseurs sur la mise en œuvre du plan de succession, sur le calendrier transitoire et sur les travaux du comité compétent.
- Une autre méthode pour pallier un manque d'anticipation dans la recherche du successeur peut aussi consister à jouer sur le levier de la limite d'âge statutaire. Mais pour l'Institut français des administrateurs (IFA), cette pratique peut être de nature à « créer une dépendance excessive à l'égard d'un individu, ralentir le renouvellement des compétences et accroître le risque de rupture brutale ». Et l'AMF de pointer le manque de cohérence d'un groupe qui a, l'an dernier, soumis une résolution visant à abaisser la limite d'âge de 81 ans à 70 ans pour l'exercice des fonctions de président du conseil d'administration. Une limite que cette même société avait... successivement relevé lors de ses assemblées générales annuelles de 2020 et 2023.

Conseil d'administration : vers quelle responsabilité ?

Veolia-Suez, Lagardère-Vivendi-Amber Capital, Scor-Covéa, les batailles boursières entre grands groupes français ont défrayé la chronique ces dernières années. Des dossiers dans lesquels la responsabilité des administrateurs a parfois été invoquée. Le début d'une nouvelle ère pour le contentieux boursier ? Entretien avec Valentin Autret et Guillaume Goubeaux, associés du cabinet Skadden Arps.

ENTRETIEN avec Valentin Autret et Guillaume Goubeaux, associés du cabinet Skadden Arps

Dans le cadre d'une OPA, les administrateurs de la société cible sont parfois mis sous pression des investisseurs et de l'autre groupe. Dans le dossier Veolia-Suez, une action en responsabilité des administrateurs de Suez a même été annoncée par Veolia. Une situation judiciaire qui est rare en France. Va-t-on vers un retournement de tendance ?

Valentin Autret : Les tentatives non-sollicitées de prise de contrôle ont souvent, sinon toujours, été âpres. La couverture médiatique des récents dossiers Suez-Véolia, Lagardère-Vivendi-Amber Capital et SCOR-Covéa a cependant mis en lumière que le contentieux est un outil pour faire aboutir ou échouer une opération ou projet, et que dans certaines hypothèses les administrateurs peuvent être directement visés.

Guillaume Goubeaux : Si une tendance devait se dégager, ce serait effectivement l'usage accru de l'action en responsabilité des administrateurs comme moyen de pression plutôt que l'engagement effectif de cette responsabilité. Par exemple, dans le dossier Veolia-Suez, Veolia a rendu publique sa volonté de mettre en jeu la responsabilité des administrateurs de Suez mais cette action a été arrêtée dans le cadre d'un accord global entre les deux groupes.

V. A. : Agiter le risque judiciaire et engager des actions contentieuses impressionnent, mais ne doivent, en principe, pas faire peur aux administrateurs qui agissent avec diligence

et prudence, guidés par l'intérêt social de la société dont ils sont les mandataires sociaux. À cet égard, il peut exister des incompréhensions de la part d'investisseurs américains car, dans la plupart des États américains, l'intérêt des actionnaires est prioritairement pris en compte pour jauger l'action des dirigeants.

Les activistes actionnaires jouent-ils sur cette différence d'appréhension de l'intérêt social ?

G. G. : Dans l'agressivité mise en œuvre à l'encontre de groupes français, les activistes partent en effet souvent d'une conception plutôt anglo-saxonne. Mais la portée réelle de leur menace à l'égard du conseil d'administration doit être appréciée au regard du droit français. Dans les faits, il s'agit souvent de simples tentatives d'intimidation avec de rares actions judiciaires effectivement intentées. Le fait d'avoir détruit de la valeur pour les actionnaires ne constitue pas en lui-même, en droit français, une faute permettant l'engagement de la responsabilité du conseil. Si ce dernier démontre que ses décisions ont été prises dans l'intérêt de la société, le risque judiciaire paraît *a priori* lointain.

V. A. : Pour réduire les risques de mise en cause, la gouvernance doit être exemplaire. Les administrateurs doivent recevoir, et le cas échéant demander, des rapports et analyses, entendre des experts internes et/ou externes du sujet en question. Il faut qu'ils aient un véritable débat entre eux et avec la direction de l'entreprise permettant de challenger les projets. L'objectif est de dégager collectivement une décision qui, au regard des informations disponibles, leur apparaît la plus conforme à l'intérêt social. Si ensuite cette décision s'avère ne pas avoir été la meilleure, en principe la responsabilité des administrateurs pourra difficilement être engagée. La préparation est donc importante

et elle doit être documentée pour constituer une piste d'audit des travaux du conseil. Le rôle du secrétaire du conseil est ici essentiel, et sa mission dans les sociétés cotées est appelée à prendre de plus en plus d'importance.

Dans quels cadres les actions en responsabilité contre les administrateurs sont-elles les plus courantes ?

V. A. : Sans surprise, la responsabilité des dirigeants, administrateurs inclus, est le plus souvent recherchée quand la société est en redressement ou liquidation judiciaire. Le mandataire judiciaire a en effet la tentation de déconstruire, de rétro-ingénier les décisions antérieures en partant du constat qu'*in fine* la société a déposé son bilan. Avec un *a priori* négatif, il va donc analyser si ces décisions auraient pu ou dû être différentes. Dans cette situation, le travail des avocats sera de montrer que les administrateurs ont pris la décision qu'ils estimaient bonne pour la société au regard de l'information dont ils disposaient. À nouveau, la documentation des travaux du conseil d'administration est clé.

G. G. : La problématique des conflits d'intérêts est également souvent alléguée. Ce sujet sort de la collégialité du conseil et concerne l'administrateur à titre personnel. Mais il est complexe à gérer, surtout lorsque ce dernier représente un actionnaire. Il doit alors se départir de la défense de l'intérêt de l'actionnaire pour faire primer celui de la société au sein de laquelle il est administrateur. En plus du régime légal des conventions réglementées, les conseils sont généralement organisés avec des procédures internes permettant aux administrateurs de signaler en amont leur situation de conflit d'intérêts potentiel. Dans ce cadre, celui-ci ne doit ni recevoir les informations ni participer aux débats sur les questions au sujet desquelles il est en situation de conflit d'intérêts. En cas de doute, un débat peut être engagé au sein du conseil d'administration qui examinera si l'administrateur visé peut, ou non, participer à la prise de décision.

V. A. : Pour guider leurs travaux et leur conduite, les administrateurs peuvent s'aider de documents de place, comme le code Afep-Medef ou les publications de l'IFA qui sont des *vade-mecum* aussi complets que pratiques. Les conseils d'administration des sociétés, principalement cotées, ont également mis en place des règlements intérieurs. Ces documents décrivent souvent ce qu'est une situation de conflits d'intérêts et indiquent qui interroger en cas de doute. Dans certaines sociétés, les administrateurs reçoivent une formation pour comprendre ces règles internes, et ils y adhèrent en rejoignant le conseil d'administration et s'engagent à les respecter.

L'AMF tient-elle un rôle dans cette appréciation des conflits d'intérêts ?

G. G. : L'AMF analyse d'abord la transparence des informations données au marché par l'entreprise. En dehors de cas spécifiques tels que l'abus de marché par utilisation d'informations privilégiées, le régime de responsabilité des administrateurs relève essentiellement du droit des sociétés. L'AMF examine cependant la qualité de ce que l'entreprise présente comme procédure de *corporate governance*. Son avis sera général et ne visera pas la situation d'un administrateur en particulier.

V. A. : Dans les dossiers précités, l'AMF a néanmoins fait savoir publiquement qu'elle était attentive à la situation conflictuelle et au rôle des administrateurs des groupes

en question. Ces communications ont eu un impact fort sur les opérations concernées. Si certains ont pu exprimer que l'Autorité serait sortie de son rôle de régulateur, d'autres ont salué qu'elle ne reste pas spectatrice de ces conflits.

La CSRD, transposée en droit français en décembre 2023, comme la directive sur le devoir de diligence en matière de durabilité adoptée, suscitent l'inquiétude des administrateurs qui redoutent une possible extension du champ de leur responsabilité personnelle du fait de l'introduction de nouvelles obligations en matière de durabilité. Qu'en pensez-vous ?

V. A. : Ces textes étendent le devoir d'agir en administrateur diligent à des thèmes nouveaux. On peut donc y voir une extension des responsabilités et donc des risques des administrateurs. Pour autant, ils ne créent pas un nouveau régime de responsabilité. L'arrêt Crédit Martiniquais de 2010 continue à faire référence en posant que chacun des administrateurs ou membres du directoire commet une faute individuelle lorsque, par son action ou son abstention, il participe à la prise de décision fautive de l'organe, sauf à démontrer qu'il s'est comporté en administrateur prudent et diligent. De même, le principe demeure qu'en France les juridictions se refusent à se prononcer sur l'opportunité des décisions, ce qui constituerait une immixtion dans les affaires sociales. Le rôle du juge est de s'assurer que le processus décisionnaire n'a pas été défaillant, que les administrateurs ont été diligents et prudents, et qu'ils ont agi de bonne foi dans l'intérêt social de la société dont ils sont administrateurs.

G. G. : Le périmètre couvert par le devoir de vigilance s'étend néanmoins. Au regard de l'évolution des obligations de la société, notamment en matière environnementale, la société et donc son conseil d'administration doivent porter une attention particulière à ces sujets. Les sources d'obligations sont de plus en plus diverses et éparpillées, ce qui constitue en soi une complexité pour les administrateurs.

[ONDINE DELAUNAY

Guillaume Goubeaux



Valentin Autret



Gouvernance ESG dans le SBF 120 : sous l'uniformité apparente, des maturités inégales

Quelque 86 % des conseils d'administration du SBF 120 ont un comité RSE. 95 % des dirigeants sont rémunérés sur des critères extra-financiers. Les chiffres donnent une impression d'uniformité. Elle est trompeuse. Sous la surface d'une conformité formelle partagée, les modèles de gouvernance divergent profondément selon les secteurs révélant des maturités inégales et des angles morts que la CSRD, seule, ne corrige pas.

Cadre réglementaire structurant : ERS 2 et code AFEP-MEDEF

L'ERS 2, seule norme transversale obligatoire pour toutes les entreprises soumises à la CSRD, quelle que soit leur analyse de matérialité, articule quatre points de divulgation spécifiques à la gouvernance :

- **GOV-1** : Composition, rôles et compétences des organes d'administration, de direction et de surveillance en matière de durabilité,
- **GOV-2** : Flux d'informations transmis à ces organes (fréquence, nature, responsable),
- **GOV-3** : Intégration des performances de durabilité dans les mécanismes d'incitation (rémunération variable),
- **GOV-4** : Déclaration sur la vigilance raisonnable (*due diligence*),
- **GOV-5** : Gestion des risques et des contrôles internes relatifs à l'information de durabilité.

Ces exigences imposent aux entreprises de documenter non seulement l'existence des comités, mais aussi la réalité du circuit décisionnel : qui reçoit quoi, à quelle fréquence et avec quelles suites. Le comité d'audit se voit attribuer un rôle élargi de supervision de la qualité du reporting extra-financier.

La révision du code AFEP-MEDEF de décembre 2022, dont les nouvelles recommandations s'appliquent aux assemblées générales examinant les exercices ouverts à partir du 1^{er} janvier 2023, a délibérément placé la stratégie RSE au cœur des missions du conseil. Elle recommande notamment :

- La définition par le conseil, sur proposition de la direction générale, d'orientations stratégiques pluriannuelles en

matière de RSE, déclinant un plan d'action avec horizons temporels,

- En matière climatique, des objectifs chiffrés à différents horizons, présentés à l'assemblée générale au moins tous les trois ans,
- La mise en place d'un comité spécialisé chargé du travail préparatoire sur les sujets RSE, sans en imposer une architecture unique,
- La publication de la composition détaillée des comités et de la fréquence de leurs réunions.

L'AMF supervise annuellement la qualité de ces publications et a publié en 2025 un rapport de revue portant sur 91 rapports d'assurance du CAC 40 et du SBF 120, soulignant que la transition reste « inachevée » malgré des efforts de structuration réels.

Quatre secteurs, quatre logiques de gouvernance

Modèle 1 : le comité stratégie & RSE fusionné (énergie)

TotalEnergies incarne le modèle le plus intégré : un comité qui se réunit 3 fois par an, avec une assiduité de 88,9 %. Ce comité porte simultanément les décisions d'allocation de capital entre les hydrocarbures et les énergies renouvelables, ainsi que les enjeux de transition. La fusion des dimensions stratégiques et de la RSE est un choix délibéré afin que les décisions d'investissement soient traitées dans un même prisme. Le comité d'audit s'est vu confier les nouvelles missions issues de la réglementation CSRD relatives à la publication d'informations sur la durabilité. L'ensemble des membres du comité d'audit a suivi une formation externe dédiée aux enjeux de la CSRD, à laquelle la plupart des administrateurs du Conseil ont également participé.

ENGIE, de son côté, opère via son Comité pour l'Éthique, l'Environnement et le Développement Durable (CEEDD) au sein du conseil d'administration, ainsi que *via* un comité de direction du groupe. Les administrateurs ont bénéficié en septembre 2024 d'une formation spécifique sur la CSRD, couvrant l'ensemble du spectre de l'ESG. ENGIE a publié en 2025 son premier état de durabilité conforme à la CSRD.

Modèle 2 : les comités thématiques articulés (industrie multisectorielle)

Bouygues illustre l'architecture à trois comités en interaction : le comité de l'éthique, de la RSE et du mécénat, qui suit les performances extra-financières et propose les composantes ESG de la stratégie (avec sessions conjointes avec le comité de la gouvernance pour calibrer les objectifs RSE intégrés dans la rémunération) ; le comité d'audit, qui supervise la qualité du processus d'élaboration de l'information de durabilité et les auditeurs de durabilité ; le comité de la gouvernance, de la sélection et des rémunérations, qui élabore les politiques de rémunération incluant les critères ESG. L'ensemble des membres du conseil déclare se sentir suffisamment formés aux sujets de durabilité, des formations incluant la fresque du climat, la réglementation CSRD et les enjeux énergie/économie ayant été organisés depuis 2021.

Schneider Electric adopte de son côté une architecture à cinq comités : comité gouvernance, nominations & développement durable, comité d'audit & des risques, comité capital humain & rémunérations, comité investissement, comité digital. Cette diversification traduit l'intégration systémique de la durabilité : le comité gouvernance-nominations-développement durable lui donne un ancrage dans la politique de recrutement et de nomination des administrateurs. Schneider Electric a été désignée entreprise la plus durable au monde en 2025 par Corporate Knights, signe d'une maturité ESG parmi les plus avancées du SBF 120.

Modèle 3 : le comité stratégie et RSE renforcé (défense/aérospatial)

Thales a fait le choix structurant d'un comité stratégique et RSE au sein du conseil d'administration, renforcé en 2022 par deux nouvelles administratrices dotées d'une expertise en RSE. Simultanément, une instance dédiée à la RSE a été créée au sein du comité exécutif. La responsabilité globale des enjeux RSE a été confiée à la secrétaire générale du groupe au sein du comité exécutif, qui coordonne une direction RSE dédiée, pilotée par un chef sustainability officer. Le comité stratégique et RSE du conseil est chargé d'examiner la stratégie RSE du groupe ainsi que l'état de sa durabilité.

Airbus intègre la durabilité parmi ses cinq priorités stratégiques définies fin 2024 : résilience, innovation, sustainability, focus, scale. La durabilité est donc traitée au même niveau de priorité stratégique

que l'innovation ou la résilience industrielle, reflétant la pression des objectifs SAF (*Sustainable Aviation Fuel*) et des engagements Net Zero 2050 de l'aviation commerciale. **Safran** a publié son premier état de durabilité CSRD, intégré au rapport de gestion 2025, structuré autour de trois piliers de RSE. En 2025, le groupe a mis en place un comité de supervision et d'éthique de l'IA, spécifiquement dédié à la gouvernance de l'intelligence artificielle, ce qui constitue un signal de l'émergence d'une gouvernance technologique complémentaire à la gouvernance ESG.

Modèle 4 : la gouvernance ESG-risques intégrée (secteur bancaire)

BNP Paribas a articulé une architecture spécifique autour du pilier sustainability de son plan stratégique GTS (Growth, Technology, Sustainability) : un comité stratégique de la finance durable présidé par l'administrateur directeur général, un comité d'audit de 6 membres supervisant l'information financière et de durabilité, un comité des risques de 6 membres examinant la stratégie globale en matière de risques, y compris ceux de nature sociale et environnementale. La séparation entre le comité d'audit et le comité des risques, avec l'attribution explicite des risques ESG à ce dernier, est une particularité sectorielle liée aux obligations prudentielles : les banques sont soumises au pilier 3 ESG du règlement CRR révisé, en parallèle de la CSRD, ce qui justifie une architecture de gouvernance des risques de durabilité distincte de celle du reporting.

Société Générale a intégré l'ESG parmi ses quatre piliers de sa feuille de route stratégique, avec son état de durabilité CSRD publié pour la première fois au chapitre 5 de son DEU 2025. **BNP Paribas** a, par ailleurs, structuré un réseau de 500 experts en durabilité (le NEST: Network of Experts in Sustainability Transitions), qui anime la déclinaison opérationnelle au sein des entités.

Ce que les écarts révèlent

Énergie : gouvernance sous tension contradictoire

Le secteur de l'énergie présente la gouvernance la plus visible, et la plus contestée. **TotalEnergies** a refusé en 2024 d'instaurer un comité de développement durable indépendant, préférant la gouvernance unifiée par son PDG, et a suspendu le vote say on climate à l'AG 2025, se contentant d'un simple point formel de débat, sans résolution soumise au vote

des actionnaires. Cette décision soulève une tension structurelle entre la volonté démocratique et la liberté des actionnaires : la CSRD impose une transparence maximale sur la gouvernance de la stratégie de transition, mais la direction peut choisir les modalités d'approbation par les actionnaires. L'analyse de Reclaim Finance révèle que cette architecture de gouvernance unifiée a été massivement approuvée par les actionnaires institutionnels lors de l'AG 2025, malgré les reculs climatiques annoncés. Ce paradoxe illustre une limite de la gouvernance CSRD actuelle : la directive oblige à documenter la supervision, mais ne peut pas imposer la trajectoire.

Aéronautique-défense : la "souveraineté" comme IRO non-ESRS

Le secteur aéronautique et de défense présente une spécificité fondamentale : ses principaux impacts, risques et opportunités (IROs) incluent des dimensions qui n'ont pas d'équivalent dans les standards ESRS actuels : la souveraineté industrielle, la classification des informations, les systèmes d'armes autonomes et l'éthique de l'export. L'exposition des fonds ESG européens au secteur de la défense a triplé entre 2022 et 2025, passant de 0,6 % à près de 2 % des encours. Ce réinvestissement résulte d'une révision des critères d'exclusion après l'invasion de l'Ukraine, mais aussi d'une prise de conscience que les critères ESG peuvent constituer un levier de souveraineté européenne. La Commission européenne et l'ESMA ont précisé que certaines activités de défense peuvent être intégrées aux fonds durables, sous conditions strictes. Les achats publics de défense intègrent désormais des critères sociaux et environnementaux, et le programme européen EDIDP (European Defence Industrial Development Programme) impose aux fournisseurs de la filière de respecter des normes ESG. Cette pression réglementaire s'ajoute aux exigences classiques de la CSRD, créant un double référentiel de gouvernance que les comités RSE des groupes comme Thales, Safran ou Airbus doivent prendre en compte simultanément. Un signal d'innovation notable en matière de gouvernance : Safran a créé en 2025 un comité de supervision et d'éthique de l'IA distinct de son comité RSE, anticipant une problématique propre au secteur, la gouvernance des

gouvernance

gouvernance



◆ Sabine Lochmann

systèmes d'armes autonomes et des technologies à double usage. Banques : l'ESG comme discipline prudentielle Les établissements bancaires du SBF 120 fonctionnent sous un double référentiel : la CSRD, d'une part, qui exige un état de durabilité complet selon les ESRS ; le Pilier 3 ESG du règlement CRR révisé, d'autre part, qui impose la publication de risques de durabilité dans le cadre prudentiel. Cette superposition justifie l'architecture spécifique de leur gouvernance, avec un comité des risques ayant explicitement un mandat en matière de risques ESG, en sus du comité d'audit chargé du reporting CSRD. BNP Paribas se distingue par l'intégration la plus poussée : la durabilité était l'un des trois piliers de son plan stratégique dès 2022-2025, et le comité stratégique de la finance durable est présidé directement par l'administrateur directeur général – soit le plus haut niveau d'implication exécutive possible. Cette architecture répond aussi aux attentes des investisseurs institutionnels : 87 % d'entre eux déclarent que leurs objectifs ESG restent inchangés et 85 % intègrent des critères ESG dans leurs décisions d'investissement. Les banques présentent cependant une particularité dans le reporting CSRD : leur scope 3 financier (émissions financées) représente l'essentiel de leur impact – ce qui est conceptuellement contestable – mais reste difficile à documenter selon les standards ESRS. L'AMF a noté que certains émetteurs du secteur financier continuent d'exprimer leurs objectifs en termes d'intensité plutôt qu'en valeur absolue, et que la distinction entre émissions réelles et compensations demeure floue.

VSME et filières stratégiques : la gouvernance des chaînes de valeur

La proposition de directive Omnibus du 26 février 2025 a considérablement reconfiguré le paysage : en relevant les seuils d'application de la CSRD à 1 000 salariés, environ 80 % des entreprises initialement concernées en sortent. Pour les PME et ETI désormais exclues, la norme VSME (Voluntary Sustainability Reporting Standard for non-listed SMEs), publiée définitivement par l'EFRAG le 17 décembre 2024, constitue le cadre de référence volontaire. La VSME réduit d'au moins 75 % le nombre d'indicateurs par rapport aux normes ESRS (environ 20 points de données contre 80 sous ESRS). Son architecture est modulaire : un module

Basic avec 11 indicateurs essentiels (dont les émissions de GES des scopes 1 et 2, l'énergie et les données sociales) et un module Comprehensive facultatif pour les entreprises dont les partenaires commerciaux exigent un reporting plus détaillé. L'Omnibus introduit une valeur chain cap : les entreprises soumises à la CSRD ne peuvent exiger de leurs fournisseurs non soumis à la CSRD que les informations couvertes par la VSME. Cette disposition crée un régime différencié au sein même des filières stratégiques (aéronautique, défense, énergie) : les grands groupes du SBF 120 doivent documenter leur chaîne de valeur conformément aux ESRS, mais ne peuvent plus imposer l'exhaustivité des ESRS à leurs sous-traitants PME. Gageons que cet écueil pourra en partie être pallié par l'application de référentiels opérationnels tels que le référentiel international Aéro Excellence, en passe de devenir obligatoire dans toute la chaîne de valeur de l'industrie, et comprenant nombre de points de données sur la partie "E" (Environnement) beaucoup plus spécifiques que ce que requiert la VSME. La gouvernance de cette interface devient un enjeu opérationnel central : les comités RSE des conseils d'administration des donneurs d'ordre devront superviser non seulement leur propre reporting, mais aussi la qualité et la cohérence des données remontées par leurs fournisseurs dans le cadre du VSME – une responsabilité nouvelle pour les secrétaires généraux et les directeurs RSE chargés de l'animation de ces réseaux.

Maturité opérationnelle et lacunes persistantes

La formation des administrateurs : état des lieux

L'émergence de la CSRD a créé un impératif de montée en compétences au sein des conseils d'administration. Selon le panorama de la gouvernance 2025 de Labrador, 85 % des CA du SBF 120 ont accès à une formation ESG dédiée, dont environ 50 % sont obligatoires. Cette progression est nette, mais un angle mort persiste : moins de 20 % des conseils d'administration disposent d'une formation ou d'un comité dédié à l'intelligence artificielle, alors même que l'IA transforme les processus de collecte de données ESG et que des groupes, comme Safran, en font un enjeu de gouvernance spécifique.

La rémunération ESG : entre incitatif et cosmétique

95 % des entreprises du SBF 120 ont mis en place au moins un critère

RSE dans la rémunération variable de leurs dirigeants. Cependant, le rapport Novethic de janvier 2026 nuance ce constat : les critères retenus sont souvent limités aux émissions de carbone, à la parité et à la santé et à la sécurité, et rarement étendus à la biodiversité, à l'éthique des affaires ou aux conditions de travail le long de la chaîne de valeur. La pondération varie entre 5 % et 35 % de la rémunération variable selon les entreprises, avec une moyenne qui demeure insuffisante pour constituer un levier incitatif puissant. Bouygues se distingue par une part de rémunération fixe annuelle comprise entre 25 et 26 %, indexée sur des objectifs extra-financiers.

Enjeux prospectifs : gouvernance de la transition Omnibus

La révision des ESRS en cours (consultation de l'EFRAG en juillet 2025, réponse de l'AMF en octobre 2025) vise une réduction de 57 % du nombre de points de données obligatoires et de 55 % de la longueur des ESRS. Pour les conseils d'administration, cette simplification appelle une réorganisation des priorités de supervision : les comités RSE devront arbitrer entre les exigences maintenues et celles qui deviennent volontaires, tout en préservant la cohérence stratégique de leurs engagements vis-à-vis des investisseurs. L'AMF a indiqué ne pas se conformer aux nouvelles orientations de l'ESMA sur la supervision des informations de durabilité (GLESI) pour 2026, alors que tous les États membres n'ont pas encore transposé la CSRD en droit national. Cette fragmentation de la supervision européenne crée une incertitude réglementaire que les comités d'audit des grandes entreprises françaises devront absorber, d'autant plus que les premiers rapports ont été publiés dans un cadre encore instable. La convergence vers une gouvernance ESG réellement stratégique, et non plus simplement conforme, reste l'enjeu central. Elle suppose que les comités de durabilité ont une réelle capacité d'influence sur les arbitrages d'allocation de capital, que les administrateurs disposent des compétences nécessaires pour challenger la direction sur les trajectoires de transition, et que le circuit d'information GOV-2 soit suffisamment robuste pour alimenter des décisions fondées sur des données fiables et auditables.

PAR SABINE LOCHMANN, PRÉSIDENTE D'ASCEND



85 %

DES DIRECTEURS FINANCIERS PRÉVOIENT UNE CROISSANCE DE LEUR CHIFFRE D'AFFAIRES DE 10 % OU PLUS AU COURS DES 12 PROCHAINS MOIS

SOURCE : ENQUÊTE FTI CONSULTING

22

OPÉRATIONS ONT DÉPASSÉ LES 10 MDS\$ SUR LE PREMIER TRIMESTRE 2026

SOURCE : DEALOGIC

7,7 mds\$

C'EST LE MONTANT TOTAL, AU NIVEAU MONDIAL, DES AMENDES SANCTIONNANT LES PRATIQUES ANTICONCURRENTIELLES EN 2025

SOURCE : ENQUÊTE ANTITRUST ENFORCEMENT, CABINET A&O SHEARMAN





Chez Fayat, la croissance se construit aussi à coup d'acquisitions

Créé en 1957, Fayat s'est imposé comme le premier groupe français indépendant de construction et le leader mondial du matériel routier. Une réussite que l'entreprise familiale bordelaise doit notamment à sa stratégie de croissance externe, véritable accélérateur de diversification de ses activités.

LA PREMIÈRE GÉNÉRATION CONSTRUIT, LA DEUXIÈME CONSOLIDE. Lorsque Clément Fayat investit dans l'achat d'un bulldozer et donne naissance à l'entreprise qui portera son nom, en 1957, lui-même n'anticipe probablement pas que son groupe s'invitera, quelques décennies plus tard, à la table des géants français du secteur de la construction. Mais à force de diversification de son empreinte géographique d'une part,

et de ses activités d'autre part, Clément Fayat est parvenu à bâtir un empire de plus de 23 000 collaborateurs, positionné sur sept grands métiers (travaux publics, fondations, bâtiment, énergie & services, métal, chaudronnerie et matériel routier) et aujourd'hui présent dans 170 pays. Une réussite qui est aussi celle de ses deux fils : Jean-Claude, président du groupe depuis 2013 – il avait pris les rênes de la direction générale en 1994 – et Laurent, actuel directeur général.

Une centaine d'acquisitions

Actionnaires majoritaires aux côtés d'une fondation actionnariale reconnue d'utilité publique (voir encadré), les deux frères ont en effet su, pour « consolider » l'œuvre de leur père, actionner les leviers qui ont historiquement contribué au succès de l'entreprise familiale. Parmi eux, la croissance externe figure en bonne place. « Depuis sa création, le groupe a réalisé entre 100 et 200 acquisitions, dont la toute première remonte à la fin des années 1960 avec le rachat d'une chaudronnerie », se remémore Maxime Bouloc, group head of M&A de Fayat. Marquant les premiers

pas de la société dans une nouvelle activité, cette opération en inspirera bien d'autres, qui lui permettront d'entrer sur de nouveaux segments de marché (construction métallique, matériel industriel, matériel routier...) et d'étendre son maillage géographique, en France dans le domaine de la construction et/ou à l'international dans les autres métiers. S'évertuant à maintenir un rythme acquisitif intense, Fayat a bouclé trois transactions l'an dernier, avec la reprise d'un acteur familial des travaux publics implanté dans le Sud-Ouest (Exedra), celle d'un spécialiste des matériels de construction compacts et innovants pour les chantiers urbains basé en France, en Allemagne, en Angleterre et en Turquie (Mecalac), et enfin celle d'une entreprise américaine opérant dans la conception et la fabrication d'équipements de construction routière (LeeBoy).

Le rôle central des filiales

Faisant l'objet d'un double rattachement à la direction financière et aux actionnaires, la politique de M&A est pilotée au niveau de la holding par un département dédié, qui intervient en support des filiales. « Au sein du groupe Fayat, la culture consiste à laisser à ces dernières une très forte autonomie. En charge de conduire leur stratégie, il leur appartient dès lors de nous proposer des cibles », explique Maxime Bouloc. Leur identification passe principalement par trois canaux. « Les réseaux de banques d'affaires comptent pour environ 80 % des dossiers étudiés, quand le reste des opportunités soit nous est remonté directement par les opérationnels, soit est « sourcé » par mon département », poursuit Maxime Bouloc, qui s'appuie sur un collaborateur. À l'issue d'une première analyse qui fait office de filtre, les entités les plus attrayantes sont ensuite présentées aux dirigeants-actionnaires. « Chaque année, je reçois quelque 200 propositions », précise le responsable. Les futures filiales ayant vocation à rester « autoportées », Fayat s'intéresse à des entreprises d'une certaine taille, comprise généralement entre 20 et 100 M€ de chiffre d'affaires.



Des ambitions intactes

Outre la dimension qu'il a acquise au fil des années, le groupe familial dispose d'un argument de poids face à la concurrence pour espérer convaincre les vendeurs. « Nos actionnaires ne se versant jamais de dividendes, les bénéfices générés contribuent pour partie à financer nos acquisitions. De plus, notre situation bilantielle est extrêmement saine, avec près de 2 mds€ de capitaux propres consolidés et une trésorerie excédentaire », insiste Maxime Bouloc. Et le professionnel d'ajouter que cette force « nous permet de ne jamais inclure de condition suspensive liée au financement de l'opération dans nos offres de rachat, crédibilisant ainsi un peu plus ces dernières ». En 2025, Fayat a dégagé un résultat net de 104 M€. Dans ce contexte, ses ambitions en matière de développement, tant organique qu'externe, demeurent intactes. Au cœur de ses réflexions, le groupe travaille notamment sur un renforcement de son activité industrielle aux États-Unis, où les perspectives de croissance demeurent porteuses, ainsi que sur l'émergence d'un troisième grand pan d'activité autour des services.

[ARNAUD LEFEBVRE

LES CHIFFRES CLÉS

5,9 MDSE de chiffre d'affaires en 2025

7 grands métiers : travaux publics, fondations, bâtiment, énergie & services, métal, chaudronnerie et matériel routier

249 filiales

23 655 collaborateurs

Présence dans **170** pays

UNE FONDATION ACTIONNAIRE

En mars 2021, Fayat rejoignait le microcosme des entreprises françaises qui ont créé une fondation actionnaire reconnue d'utilité publique. Ne comptant aucun descendant direct, Jean-Claude et Laurent Fayat, les deux fils du fondateur Clément Fayat, ont ainsi vu dans cette démarche un moyen de garantir l'indépendance du groupe pour une durée illimitée. Bénéficiant de la transmission d'actions de la part de ces derniers, toujours actionnaires majoritaires, cette structure baptisée « Fondation Clément Fayat » a vocation à détenir « une partie du capital du groupe Fayat de manière irrévocable et progressive ».

Grâce à des ressources provenant pour l'essentiel des activités opérationnelles de la société, la Fondation Clément Fayat s'est fixée trois missions, dont elle soutient les causes : la lutte contre les maladies neurodégénératives et la participation à la recherche médicale ; la formation des personnes, notamment les plus démunies, qui souhaitent intégrer le secteur du BTP et aider des personnes désireuses de se reconverter dans un autre secteur ; la réhabilitation et la rénovation des monuments historiques. En 2025, elle a contribué à financer 25 projets, pour un montant global de 1,8 M€.



Quand David s'attaque à Goliath

Il n'est pas rare que des entreprises soient rachetées par des structures... plus petites qu'elles. Important levier de croissance pour les acquéreurs, de telles opérations sont toutefois assorties d'un double risque d'exécution et d'intégration accru, que seule une préparation minutieuse en amont peut permettre de circonscrire.

PARFOIS, « 1 + 1 = 3 ».

Il y a quelques semaines, une PME familiale et industrielle du sud-est bouclait l'acquisition d'une filiale de grand groupe. Bien que génératrice de synergies importantes, la réalisation de cette transaction ne coulait pourtant de source. Et pour cause : tandis que la cible a dégagé un Ebitda de près d'une trentaine de millions d'euros lors du dernier exercice clos, l'acheteur affichait un résultat opérationnel avant provisions et amortissements... presque trois fois moindre ! Qui ne tente rien...

L'ombre du private equity

Même si cette configuration ne constitue pas la norme sur le marché des fusions-acquisitions, tant s'en faut, elle n'est pas exceptionnelle pour autant – Mittal était par exemple plus petit lorsqu'il a mis la main sur Arcelor en 2006. « Dans certains process de vente, il arrive qu'un candidat que l'on n'attendait pas, eu égard notamment à sa taille, se positionne », confirme Anne Hiebler, responsable mondiale des fusions et acquisitions au sein du département global investment banking

de Crédit Agricole CIB. Selon Raphaël Miolane, responsable du segment corporate finance & restructuring chez FTI Consulting, de telles opérations interviennent en règle générale dans trois cas de figure : « lorsque, évoluant dans un secteur d'activité à forte création de valeur, l'acquéreur cherche à compléter son dispositif en mettant la main par exemple sur un réseau physique ou une ligne de production ; lorsqu'il est engagé dans une stratégie dynamique de build-up ou de roll-up ; lorsqu'on assiste, dans un secteur en pleine consolidation, à un mariage « entre égaux » ».

Pour David désireux de s'attaquer à Goliath, force est de constater que le défi n'a rien d'une sinécure. Pour combattre, déjà, il faut être au moins deux. Or « en intervenant pour le compte d'un client de plus petite taille, j'ai déjà pu constater l'étonnement, voire la surprise des représentants du vendeur », reconnaît Raphaël Miolane. Au-delà de l'effet de surprise, la dimension psychologique ne doit pas être occultée. « Le vendeur peut tout à fait se sentir vexé qu'un

plus petit s'intéresse à son entreprise », prévient un banquier d'affaires. Même constat dressé par Anne Hiebler, pour qui « il est parfois nécessaire que le cédant fasse abstraction des sujets d'égo ».

Le volet du financement crucial

Afin de pallier ce type de désagrément, la préparation de l'opération par l'acquéreur se doit d'être particulièrement minutieuse, à commencer par le volet du financement. Et pour cause : compte tenu du différentiel de taille avec la cible, l'aspirant acquéreur ne détient généralement pas, à l'instant-T, la trésorerie suffisante. « C'est d'ailleurs justement pour cette raison que beaucoup s'auto-censurent, à tort dans la mesure où il est très souvent possible de trouver une issue favorable », soutient Éric Félix-Faure, managing partner d'Oaklins France. Dans cette configuration, la clé peut passer par les partenaires bancaires, et le plus souvent par un fonds d'investissement qui va permettre de renforcer le haut de bilan de l'acheteur. Or de telles négociations peuvent prendre du temps, temps que le cédant n'est pas

forcément disposé à accorder. « Plus que dans tout autre type de deals, l'anticipation est donc primordiale », insiste Julien Psauté, senior managing director chez FTI Consulting. Afin de démontrer à la contrepartie que le dossier est solide, il ne faudra dès lors laisser aucune place à l'incertitude. « Dès les premiers contacts, un acheteur de plus petite taille devra offrir une visibilité et une certitude pleine et entière sur le volet du financement de la transaction – ainsi que sur le rationnel stratégique à long terme », conclut Anne Hiebler. Il peut aussi arriver, dans de plus rares cas, que le vendeur apporte une solution clé en mains, « avec une offre de financement dite staple financing », complète Éric Félix-Faure.

Faire la preuve d'une gouvernance robuste

Cette problématique du financement traitée, plusieurs marches supplémentaires restent ensuite à franchir pour espérer transformer l'essai. Avant tout, l'acquéreur devra pouvoir démontrer le bienfondé d'une telle transaction, surtout si le processus de vente est

compétitif. « Davantage que pour une transaction « classique », il convient de consacrer énormément de temps en amont à l'étude qui va mettre en exergue la création de valeur inhérente au projet », confirme Raphaël Miolane, avant d'ajouter que si le projet de l'acquéreur n'inspire pas pleinement confiance chez les équipes de l'entité cédée, « le risque relatif à une vague de départ des talents de la cible est réel ». Il ne suffira pas, cependant, de se limiter à une présentation, aussi convaincante soit-elle, du business plan et de la feuille de route imaginés. « Dans l'optique de l'intégration de la cible, l'acheteur devra prouver qu'il est suffisamment structuré pour non seulement digérer une telle acquisition, mais

aussi mener à bien son projet de création de valeur présenté », relève Anne Hiebler. Un avis que partage Éric Félix-Faure. « Il est impératif de démontrer rapidement que l'équipe de direction a l'expérience et l'étoffe pour mener à bien la stratégie présentée. » C'est en cela que l'apport d'un fonds d'investissement peut également être précieux d'une part, et que le recrutement d'un collaborateur aguerri peut faire pencher la balance dans le bon sens d'autre part.

Bien préparer l'intégration

Enfin, une profonde réflexion devra être menée, très en amont, sur l'après-closing. Comme évoqué précédemment par Raphaël Miolane, l'un des enjeux principaux consistera à éviter une

fuite des talents. Charge, pour ce faire, à leur garantir des perspectives attrayantes, tant quant aux prérogatives qui seront les leurs qu'à leur future rémunération. « L'une des bonnes pratiques pour fidéliser les collaborateurs clés consiste à les intégrer au capital et/ou à leur octroyer un management package attractif », pointe Julien Psauté. Parallèlement, le changement d'échelle consécutif au rachat va induire une multitude de problématiques. « Que ce soit en matière de culture d'entreprise, d'outils informatiques et de process internes, les différences entre les deux entités seront probablement nombreuses et devront être parfaitement appréhendées par

l'acheteur pour faciliter l'intégration », poursuit Julien Psauté. Pour espérer mettre la main sur Goliath et réussir cette toujours très délicate phase d'intégration, David devra donc en passer par une série d'étapes dignes des Douze travaux d'Hercule. Et s'il y parvient, le plus dur ne fera alors que commencer. « Une fois le nouvel ensemble constitué, l'équipe dirigeante va se retrouver à gérer des dossiers portant sur des montants d'une autre ampleur, et pour lesquels les conséquences en cas de dérive seront sensiblement plus graves », prévient en effet Éric Félix-Faure. Face à ce danger, attention aux dirigeants concernés à ne pas avoir les yeux plus gros que le ventre.

[ARNAUD LEFEBVRE



✎ Éric Félix-Faure, managing partner d'Oaklins France



✎ Anne Hiebler, responsable mondiale des fusions et acquisitions au sein du département global investment banking de Crédit Agricole CIB



La Lettre des juristes d'Affaires - LJA

Vivez au rythme de l'actualité du droit des affaires



Le rendez-vous incontournable des professionnels du droit des affaires :

Décryptage des tendances

- Chaque semaine, 8 pages pour rester à jour sur les évolutions du marché juridique.

Transactions et mouvements clés

- Une couverture des changements stratégiques dans les cabinets et directions juridiques.

Analyses expertes

- **LJA Magazine**, le supplément bimestriel vous offre des enquêtes approfondies et des interviews éclairantes.

Rythme équilibré

- Un suivi hebdomadaire et bimestriel pour concilier actualité rapide et réflexion approfondie.



| Découvrez cette offre spéciale sur la **Boutique Lamy Liaisons**

+6,4 %

DE DÉFAILLANCES D'ENTREPRISES AU PREMIER TRIMESTRE 2026

SOURCE : ALTARES

19 000

PROCÉDURES COLLECTIVES ONT ÉTÉ OUVERTES AU PREMIER TRIMESTRE 2026

SOURCE : ALTARES

75 000

EMPLOIS DE PLUS SE RETROUVENT MENACÉS

SOURCE : ALTARES

restructuring



Clecim se forge un moral d'acier

Après une décennie de pertes, le fabricant ligérien d'équipements destinés à l'industrie sidérurgique a réussi un retournement express en renouant avec la rentabilité une année à peine après sa reprise en 2021 par le fonds de retournement Mutares, puis consolidé cette nouvelle trajectoire en s'adossant en septembre dernier à Fouré Lagadec, filiale du groupe d'ingénierie marseillais Snef.

PENSER QUE LA DÉSINDUSTRIALISATION INEXORABLE DE LA FRANCE N'EST PAS UNE FATALITÉ PEUT PARFOIS SEMBLER UN VŒU PIEU.

Prouver que des PME vouées à la disparition dans un secteur laminé par la concurrence sont capables de renaître donne quelques lueurs d'espoir. C'est le cas de Clecim qui affiche aujourd'hui une santé de fer après des années de descente

en enfer. La PME de sidérurgie ligérienne, aux origines centenaires, issue du démantèlement du conglomérat Creusot-Loire, a changé plusieurs fois de mains et de noms avant de végéter au sein de Primetals, filiale d'ingénierie métallurgique du géant japonais Mitsubishi Heavy Industries, qui l'a cédée en 2021 au fonds de retournement allemand coté Mutares. Après un retournement mené en un temps record, Clecim a été rachetée fin 2025 par le groupe familial d'ingénierie Snef, via sa filiale Fouré Lagadec, pour une valorisation confidentielle qui aurait retourné un multiple supérieur à 10 fois le montant investi par la holding industrielle cotée à Francfort.

Renverser la vapeur

Il faut dire que le cédant japonais avait généreusement doté sa filiale en difficulté pour pouvoir s'en délester. Le site basé à Savigneux, dans la Loire, avait accumulé une décennie de pertes et subissait l'effondrement de son chiffre d'affaires post-covid, qui a chuté à 24 M€ en 2020, contre 55 M en

2019. Pour stopper cette hémorragie, Mitsubishi Heavy Industries a abondé la trésorerie de 18 M€ tandis que l'acquéreur s'engageait à investir un maximum de 5 M€ durant son mandat. Le retournement opérationnel a été confié à un ancien cadre de Vallourec, Thomas Comte, qui a réussi à renverser la vapeur dès la fin du premier exercice et à générer un Ebitda rentable depuis 2022. Un retournement aussi rapide en paraîtrait presque suspect. « *Nous sommes partis d'une feuille blanche en privilégiant l'action immédiate afin d'endiguer les pertes* », explique tout simplement Thomas Comte, qui a, depuis, quitté la direction de l'entreprise après la finalisation de son rachat début 2026. Le duo formé par le fonds de retournement et le nouveau dirigeant a donc fait l'économie des 100 jours de réflexion rituels avant de mettre en œuvre un plan d'action. D'entrée de jeu, la structure de coûts a été ajustée, les projets non rentables abandonnés, et des initiatives commerciales ciblant un meilleur mix coût/marges immédiatement

lancées auprès des clients déjà existants. Sur un mode « war room », le binôme a identifié cinq à six sujets critiques pour Clecim, dont la clôture de certains portefeuilles historiques qui grevaient les coûts et occupaient la bande passante des équipes, et à l'inverse a accéléré l'exécution de certains projets enlisés dans un temps long pour qu'ils puissent générer du chiffre d'affaires et de l'Ebitda. Le succès de ce repositionnement s'est rapidement traduit par un doublement de chiffre d'affaires qui a atteint 55 M€ en 2024 et devrait osciller entre 45 et 60 M pour les prochains exercices en fonction de la réalisation de ses projets au long cours. La réduction de la masse salariale s'est, quant à elle, faite sans drame et sans PSE du fait de départs volontaires de dizaines d'employés effrayés par l'arrivée d'un fonds de retournement aux manettes et nostalgiques des avantages des grands groupes. Car la réputation de « cost-killer » du fonds munichois inquiétait fortement les 256 salariés en avril 2021, devant la perspective de quitter Primetals, une maison mère de 7.000 employés dans le giron de Mitsubishi.

« Allumer le feu »

Pour instaurer un climat de confiance avec le reste des troupes, Thomas Comte et son actionnaire ont misé sur une communication transparente. « *Nous avons organisé des séances plénières dès le début, puis à un rythme trimestriel, pour expliquer l'évolution de la situation de l'entreprise et les différentes mesures de restructuration mises en place* », retrace l'ex-CEO de Clecim, qui a réussi à rassurer avec son profil rôdé aux projets industriels au long cours et à l'international, mais aussi à insuffler une nouvelle énergie, avec en bande-son « Allumer le feu » de Johnny Halliday, pour « *redonner la fierté aux équipes et leur faire redresser la tête après dix ans de pertes* ». Cette communication ultra-positive, apprise lors de ses années américaines chez Vallourec, où il a passé quatre ans au Texas, a donc réussi à inoculer une surdose d'optimisme aux quelque 200 salariés restés à bord de la PME stéphanoise. « *Nous avons identifié rapidement les « change-leaders » pour relayer la nouvelle stratégie et les avons intégrés au comité de direction* », témoigne Thomas Comte.

Une révolution managériale pour l'ancienne filiale de multinationales, ayant pris l'habitude pendant des décennies de subir des décisions prises au Japon ou en Autriche. Le défi du nouveau dirigeant était d'apporter du sang neuf à l'entreprise tout en valorisant les compétences internes et en libérant les énergies étouffées par des années de déclin. Dès lors, le comité de direction a respecté un subtil équilibre avec une moitié de nouvelles recrues « surcalibrées » pour l'exécution d'une feuille de route exigeante et l'autre moitié des cadres de Clecim, promu à cette occasion : la responsable des ressources humaines a ainsi été « upgradée » au titre de DRH, le responsable financier nommé DAF et le directeur des ventes promu directeur de l'ingénierie. C'est d'ailleurs ce dernier qui prendra les manettes opérationnelles après le départ de Thomas Comte début 2026.

Un projet décapant

Les résultats se sont traduits en Ebitda sonnante et trébuchante dès l'exercice 2022, permettant à Mutares de prendre du recul opérationnel après avoir amorcé la pompe avec sa batterie de consultants maison en finance, supply chain, excellence opérationnelle et RH, tout en continuant à investir dans le capex de l'entreprise pour financer la modernisation et la numérisation de l'usine. Dès lors, le défi était de renouveler cette prouesse pendant quatre années consécutives pour ne pas faire croire à un feu de paille. Pas facile quand on est un petit dans un univers de géants avec un historique chahuté et un actionnaire de court terme à la réputation parfois sulfureuse. « *Nous avons franchi les obstacles un à un* », témoigne Thomas Comte, qui a réussi à convaincre de grands donneurs d'ordres malgré le manque de surface financière de Clecim. « *La qualité de l'équipe et notre agilité nous ont permis de remporter des marchés face à des majors de la sidérurgie, sans être le mieux positionné en coût de main d'œuvre* », vante le dirigeant, qui donne l'exemple d'un projet de plusieurs dizaines de millions d'euros remporté en avril 2025 auprès de Tata Steel UK. L'entreprise industrielle ligérienne a en effet célébré en grande pompe la signature avec Tata



Steel UK, filiale britannique du groupe indien Tata, pour la fourniture d'une ligne de décapage d'une capacité de 1,8 million de tonnes par an. Pour Clecim, ce projet est l'aboutissement de 15 mois de négociations et l'occasion de prouver son savoir-faire sur toute la chaîne de valeur. Initialement sollicitée pour fournir une prestation partielle, la PMI a réussi à convaincre Tata UK de sa capacité à fournir l'ensemble de la ligne, brandissant ses 580 brevets et son track-record de 250 lignes installées dans le monde. Les succès commerciaux de Clecim ne sont pas passés inaperçus dans l'écosystème de la sidérurgie et ont rapidement attiré les regards vers cette PME industrielle qui exporte 90 % de son chiffre d'affaires. Après avoir reçu plusieurs marques d'intérêt de la part d'industriels concurrents, Mutares a initié un processus concurrentiel, remporté fin 2025 par l'industriel havrais Fouré Lagadec. Entré dans le giron du groupe indépendant d'ingénierie Snef en 2018, le repreneur conçoit et assemble des pièces chaudronnées complexes et gère la maintenance mécanique et les arrêts d'installations industrielles. Il affiche des revenus de 200 M€ tandis que sa maison-mère Snef a réalisé près de 2 mds€ de chiffre d'affaires en 2024. Cette ETI indépendante qui cultive la discrétion revendique une vision de long terme et une stabilité assez exceptionnelle de sa gouvernance, avec seulement 3 présidents en 115 ans. De quoi offrir un ancrage pérenne à Clecim et consolider sa nouvelle trajectoire de croissance.

[HOUDA EL BOUDRARI]

Financer le restructuring en panne sèche de liquidité

Si les robinets du financement classique sont fermés pour les entreprises en difficultés, de minces filets d'irrigation existent, à utiliser avec parcimonie en parallèle aux moratoires et rééchelonnements qui desserrent l'étau sur la trésorerie pendant cette période à haut risque.

LES CONSÉQUENCES DE L'ONDE DE CHOC

de la guerre en Iran et l'embrasement de toute la région du Moyen-Orient ne sont pas encore répercutées dans les statistiques des défaillances d'entreprise, mais il faut vraisemblablement s'attendre au pire. Déjà, au premier trimestre, le cabinet Altares a enregistré une hausse de 6,4 % des défauts par rapport à la même période de l'an dernier, sachant que 2025 a battu de tristes records avec près de 70 000 défaillances d'entreprises dans l'Hexagone. « Il s'agit majoritairement de cessations de paiement (redressements et liquidations judiciaires), alors que le recours préventif au tribunal demeure marginal, avec seulement 1 500 procédures de sauvegarde », commente Thierry Millon, directeur des études Altares, en marge de la parution de l'étude mi-avril. La tendance du premier trimestre 2026 est, elle, marquée par l'envolée des jugements de redressements judiciaires. « Au nombre de 5 767, ces derniers accusent une hausse de +13,6 % traduisant une aggravation des difficultés financières mais offrant une possibilité accrue

de préserver l'activité et l'emploi », rapporte le baromètre de référence. Si les procédures collectives offrent plus de lueurs d'espoir d'une sortie de crise que le passage sans appel par la case liquidation, encore faut-il que l'entreprise puisse prouver sa capacité de survivre et financer son plan de redressement. « L'un des obstacles majeurs pour les entreprises en difficulté est l'accès au financement, souvent crucial pour traverser une période d'observation ou un plan de redressement, pointe Benoît Desteract, président de BDP Conseil et ancien président de l'Association pour le Retournement des Entreprises (ARE), qui a dirigé la banque judiciaire Thémis de 2013 à 2021. Les banques historiques de l'entreprise vont chercher à réduire leur exposition plutôt que d'apporter de nouveaux financements et les établissements financiers classiques se montrent généralement prudents, voire réticents, à prêter à des entreprises engagées dans une procédure collective, invoquant les risques élevés d'insolvabilité ».

Le recours aux banques judiciaires

Bien que le financement de l'activité durant la

période d'observation soit possible, la réalité sur le terrain est toute autre. En pratique, seule une poignée d'institutions bancaires spécialisées, les banques judiciaires sont disposées à octroyer des crédits dans ce contexte non sans sécuriser des garanties liées au privilège de la new money et à un coût évidemment bien plus élevé qu'un crédit classique. Quelques initiatives des grands groupes bancaires ont toutefois émergé ces derniers mois. À l'automne dernier, le Crédit Coopératif, issu de la galaxie du groupe BPCE, a lancé une offre de services destinée aux entreprises et associations en difficulté, alors que le secteur de l'économie sociale et solidaire est particulièrement malmené. D'autres offres régionales, comme la Banque de l'Orme, la marque utilisée par la Caisse d'Épargne Cepac pour son activité de banque judiciaire, se risquent également sur le terrain des deux acteurs historiques en position de force, Delubac et Thémis. Cette dernière, fondée en 1975 et rachetée en 2018 par Fiducial, revendique une part de marché de 45 % sur cette niche, intervenant à toutes les étapes des procédures : en amont pour la prévention, pendant la procédure elle-même, et en aval

en finançant le rachat d'entreprises. Il faut dire que pendant la procédure amiable, tout l'effort de l'entreprise et de ses conseils est concentré sur la négociation d'un stand-still auprès des établissements bancaires pour suspendre l'exigibilité de leurs créances en cours, plutôt que l'illusoire obtention de nouvelles lignes de crédit. « Dans de rare cas, si on a l'intuition que l'entreprise a une réelle capacité de rebond, on peut plaider pour obtenir de nouveaux financements auprès de banques spécialisées dans le distressed. Mais ce diagnostic doit être partagé par tout l'écosystème entourant l'entreprise, mandataire ad hoc, avocats, conseils du chiffre car il engage leur crédibilité auprès de l'organisme bancaire », souligne Thibaud Poinard, mandataire judiciaire et président de l'Institut Français des Praticiens des Procédures Collectives (IFPPC). Ce financement est alors accordé pour des périodes très courtes allant de six à dix-huit mois pour assurer un « bridge » ou un sujet spécifique mais il ne concerne qu'un tout petit pourcentage des dossiers amiables. « Si l'entreprise fait appel à un nouveau créancier, cela passe forcément par l'intermédiaire du mandataire et des avocats



➤ Benoit Desteract, président de BDP Conseil et ancien président de l'ARE



➤ Serge Preville, administrateur judiciaire, associé au sein de l'étude AJAssociés et ancien président de l'IFPPC



➤ Thibaud Poinard, mandataire judiciaire et président de l'IFPPC

qui savent qu'ils risquent leur capital confiance dans le petit milieu du restructuring, confirme Benoît Desteract. Les administrateurs judiciaires sont donc très peu enclins à solliciter de la new money sauf pour passer un cap spécifique sur une courte durée et en s'étant assuré de la capacité de remboursement de l'entreprise sur la base de prévisions solides ».

Garanties solides et liquides

« La banque qui n'est pas encore exposée va vouloir se préserver plus que les autres en cas d'accident, et obtenir des garanties d'actifs solides. Encore faut-il que les actifs soient libres de garantie et liquides », souligne Serge Preville, administrateur judiciaire, associé au sein de l'étude AJAssociés et ancien président de l'Institut Français des Praticiens des Procédures Collectives (IFPPC). Exit donc l'usine invendable dans la Creuse malgré la valeur intrinsèque de ses équipements dernier cri. « Le problème est que les entreprises arrivent en restructuring après avoir

déjà actionné tous les leviers de cash disponibles, leur immobilier et leurs équipements sont déjà en crédit-bail, les créances clients déjà mobilisées par l'affacturage, les marges de manœuvre sont dès lors extrêmement réduites », regrette l'administrateur judiciaire. Pendant cette période d'assèchement de la liquidité, le vrai financement reste donc le rééchelonnement des dettes qui apporte une bulle d'oxygène à la trésorerie de l'entreprise sans nécessiter de remettre au pot. « Dans l'écrasante majorité des cas, c'est le seul levier actionnable tant l'obtention de la new money reste difficile et à un coût prohibitif », confirme Thibaud Poinard. « Il peut arriver qu'une banque accorde de la new money dans le cadre de procédures amiables mais il s'agit d'un acte de confiance exceptionnel envers le dirigeant et sa capacité de rebond », précise le mandataire judiciaire et président de l'Institut Français des Praticiens des Procédures Collectives (IFPPC). Car le privilège de la new money exige

l'homologation du protocole par le tribunal, ce qui cantonne ce dispositif aux procédures collectives. Tandis qu'en cas d'apport d'argent frais dans le cadre d'une procédure préventive ou avant l'établissement d'un plan de continuation, la banque ne bénéficie pas d'un privilège de rang, c'est-à-dire d'une priorité sur le remboursement.

Le financement par le non-paiement

Dès lors, l'amend and extend reste le seul levier de négociation en amont d'une procédure collective. « Le financement par le non-paiement concerne tous les dossiers de prévention, le stand-still ne concerne pas que les banques, il est élargi au gel des cotisations sociales et fiscales, au moratoire sur les dettes fournisseur, à l'arrêt de la rémunération du dirigeant et au rééchelonnement des intérêts des créanciers obligataires », détaille Serge Preville. Sans oublier que l'avantage des procédures collectives est de figer le passif pendant la période d'observation d'un à deux ans et de le rééchelonner sur dix

ans par la suite. Surtout, les AGS permettent de financer le plan social car plus de la moitié des entreprises qui arrivent en RJ n'ont pas les moyens de mettre en œuvre les licenciements indispensables à la réduction de leurs coûts et au déploiement de leur plan de redressement. La problématique du financement ressurgit paradoxalement au moment du rebond car l'entreprise redevenue in bonis n'a plus accès au crédit et tombe en panne sèche alors qu'elle devrait pouvoir remonter la pente. « C'est toute l'ambiguïté du système, une fois que les entreprises sont fichées, le système bancaire les marque au fer rouge, déplore Benoît Desteract. Pour sortir de cette spirale infernale, les entreprises ont tout intérêt à racheter leur plan par anticipation en faisant entrer un nouvel actionnaire ». En effet, seules 10 % des entreprises en plan de continuation arrivent au bout de leur plan décennal, optant à mi-chemin pour un apport en fonds propres à même de financer un retournement pérenne.

[HOUDA EL BOUDRARI]

Négociateur dans un contexte dégradé

Dans un contexte de distressed M&A, vendeurs et acheteurs ne négocient ni le temps, ni le prix, ni les risques comme dans une opération de M&A classique. Comment se jouent ces discussions en coulisses ? Quels sont les leviers de chacune des parties ? Entretien avec Julie Cittadini, associée en restructuring, et Grine Lahreche, associé en M&A et private equity, du cabinet Winston & Strawn.

Comment un acheteur peut-il sécuriser une transaction distressed face aux incertitudes opérationnelles et financières accrues ?

Julie Cittadini : En France, une transaction distressed sécurisée sera d'abord celle qui sera jugée acceptable par le tribunal tout en étant économiquement viable. L'acheteur doit d'abord chercher à maîtriser un cadre juridique établi pour avoir un actif stabilisé. L'articulation doit donc être fine entre M&A et procédures collectives, en veillant à respecter les attentes du tribunal. Il privilégiera une cession d'actif dans un cadre judiciaire avec une documentation M&A, pour lui permettre de s'appuyer sur certains leviers propres aux procédures collectives. Il s'agira alors de travailler étroitement avec ses créanciers pour sécuriser son financement post-reprise.

Quels sont les rapports de force entre acheteurs et vendeurs dans une transaction distressed ?

Grine Lahreche : Les rapports de force sont inversés dans une transaction distressed, mais l'ampleur du déséquilibre en faveur de l'acheteur sur une

cible en difficulté dépend du secteur, du business model et de l'intérêt stratégique que représente une telle cible. Les acheteurs disposent de trois leviers principaux. D'abord le temps, car son écoulement dégrade mécaniquement la valeur de la cible. Ils peuvent ensuite se prévaloir de leur valeur stratégique en tant que repreneurs crédibles dans un univers concurrentiel restreint : connaissance fine du secteur et de la cible, et capacité à sécuriser rapidement le financement de l'opération. Enfin, la perspective de l'ouverture d'une procédure collective et ses règles applicables qui viennent plus ou moins temporairement restreindre l'exercice des droits des créanciers avec un encadrement strict par les organes de la procédure.

J.C. : Le vendeur perd une partie de sa liberté stratégique dans un tel contexte de distressed M&A car le calendrier de l'opération est avant tout dicté par le niveau de trésorerie de la cible et la crédibilité de la menace d'une procédure collective devient un élément central de la négociation. L'acquéreur dispose d'un avantage évident sur le prix mais

le vendeur conserve toutefois quelques leviers : il doit démontrer une continuité d'exploitation, une stabilité des équipes clés et la structuration du périmètre cédé. La valeur se joue moins sur un *quantum* de prix que sur la capacité du vendeur à livrer un actif stabilisé et finançable par l'acquéreur.

Quelle est la place des fondateurs-managers de l'entreprise dans le cadre de ces négociations ?

J.C. : Leur place est essentielle dans les discussions bien sûr. Leur voix est même prépondérante par rapport à celle des autres actionnaires dans une cession pré-packagée. Ils négocient avec les créanciers sous l'égide du conciliateur / mandataire *ad hoc*. Il arrive cependant qu'avant l'ouverture d'une procédure collective, les dirigeants soient révoqués par l'actionnaire et de nouveaux installés pour permettre la mise en œuvre d'un plan de continuation. Tel a notamment été le cas dans les dossiers Camaïeu et Orpea, qui illustrent la nécessité, dans certaines situations, de remplacer la direction historique afin de permettre la mise en œuvre effective

du plan de reprise. **G.L. :** Pourquoi ne pas aller plus loin pour attirer des managers performants afin de redresser l'entreprise ? Il pourrait être pertinent de mettre en place de véritables management packages *ad hoc* (dans un contexte de restructuring). Cela se traduirait, pour les nouveaux dirigeants de l'entreprise dans une situation dégradée, par un mécanisme d'intéressement spécifiquement calibré et susceptible d'évoluer par paliers intermédiaires pour se rapprocher progressivement des management packages classiques pratiqués dans les dossiers *in bonis*. Autrement dit, le partage de la survaleur serait indexé sur la trajectoire de redressement effective de l'entreprise.

Depuis l'introduction des classes de parties affectées en droit français, dans quelle mesure les créanciers deviennent-ils des acteurs centraux des processus de cession ?

J.C. : Dans ce cadre, le centre de gravité des négociations est totalement transféré de l'actionnariat vers la dette. L'actionnariat est alors considéré comme de la *old money* et ne

sera pas privilégié dans l'organisation des classes de parties affectées. Les créanciers deviennent alors centraux dans les négociations et pas uniquement dans le cadre du vote du plan du débiteur mais également dans l'éventuel plan concurrent qui peut être proposé. Les dossiers Atos et Orpea illustrent ce transfert de gravité des négociations : les actionnaires historiques ont été fortement dilués, tandis que les créanciers financiers sont devenus majoritaires.

Le mécanisme de loan-to-own est-il davantage une stratégie opportuniste ou une réponse défensive des créanciers face à une situation dégradée ?

J.C. : Du point de vue du praticien restructuring, le mécanisme de *loan-to-own* est davantage une stratégie défensive des créanciers. Dans une situation où la valeur d'entreprise est totalement érodée, dans le cadre d'une procédure amiable (mandat *ad hoc* ou conciliation), les options pour les créanciers sont véritablement très limitées. Ils peuvent préférer alors prendre le contrôle de l'outil économique plutôt que de perdre l'intégralité de la valeur de leur créance. L'objectif est d'abord d'éviter un échec collectif. Tel était le cas par exemple dans les dossiers Orpea, Casino et CGG. Ce mécanisme demeure néanmoins extrêmement exigeant et doit être manipulé avec prudence.

G.L. : Dans un deal *in bonis*, au début des négociations, chacun est à sa place : l'equity, le management et les fonds de dette privée en tant que financeurs. Force est de constater que ces derniers ont beaucoup évolué en dix ans. S'ils pouvaient



Grine Lahreche, associé du cabinet Winston & Strawn

Julie Cittadini, associée du cabinet Winston & Strawn

être perçus comme des financeurs passifs, ce n'est plus le cas aujourd'hui. En témoigne la réussite d'un certain nombre d'entre eux, capables de structurer leurs investissements en associant dette et equity. Ces acteurs se sont imposés comme de véritables partenaires (au même titre que des partenaires en equity), en mesure d'accompagner le développement stratégique et opérationnel de l'entreprise. En d'autres termes, lorsqu'ils sont amenés à convertir leur créance en equity et à devenir l'actionnaire principal, leurs équipes d'investissement internes sont capables d'apporter une véritable valeur ajoutée en impulsant les orientations stratégiques adaptées.

Dans les deals sous tension, l'activation ou la menace d'activation d'une MAC clause constitue-t-elle un outil de renégociation du prix ?

J.C. : La MAC clause est rarement considérée comme un outil de sortie,

surtout dans le cadre d'une conciliation ou d'un pré-pack. La dégradation de la situation fait partie du contexte connu de tous. La menace d'activation de la MAC clause est davantage utilisée comme outil de renégociation contractuelle, pour ajuster le prix ou renforcer les exclusions du passif. Elle est un instrument de pression contractuel mais ne constitue pas un mécanisme efficace de sortie. Elle n'a, à ma connaissance, jamais donné lieu à un fondement contentieux dans le cadre d'une procédure amiable de renégociation de dette.

G.L. : Je partage l'avis de Julie. La MAC clause constitue souvent un levier de (re)négociation contractuelle, rarement utilisé pour sortir du contrat. Ces clauses sont tantôt insérées dans les SPA, où elles conditionnent le *closing* à l'absence d'événement significatif affectant, dans l'intervalle, l'activité de l'entreprise ou son marché ; tantôt stipulées dans les *term sheets* de

financement (ce que j'observe de plus en plus fréquemment en pratique). Dans ces *term sheets* de financement, l'obtention du financement est subordonnée à l'absence d'événement emportant réalisation de la MAC clause et, ce faisant, constitue une condition de réalisation de l'opération. La mise en œuvre de ce type de clause reste toutefois soumise à un aléa significatif compte tenu de la jurisprudence : leur efficacité dépend de la précision avec laquelle les parties en définissent le champ d'application. Le risque d'inopérabilité pouvant être circonscrit en combinant des critères temporels, qualitatifs et quantitatifs, ainsi qu'en retenant des indicateurs objectifs comme des seuils comptables ou financiers (EBITDA, CA), de nature à encadrer l'appréciation du juge. En tout état de cause, il faudra que le bénéficiaire soit en mesure de rapporter la preuve que l'événement invoqué affecte directement l'entreprise.

[ONDINE DELAUNAY]



Être assisté
par une IA
juridique,
c'est bien.

Obtenir un
raisonnement
structuré,
c'est mieux !

Louise, avocate en droit social



Pour en savoir plus

Une solution

LAMY LIAISONS | KARNOV GROUP

LamyLia, l'IA juridique qui fait jurisprudence.
S'appuie sur la richesse et l'expertise du fonds Lamy Liaisons
(doctrine et jurisprudence) actualisé en continu.
Restitue des réponses structurées, sourcées et transparentes.
Vous suivez le raisonnement et décidez en confiance !

EVGENY ZINOVIEV

private equity
[P]

1 232

OPÉRATIONS DE CESSION
RÉALISÉES EN 2025
POUR UN COÛT TOTAL
DE 14 MDS€

SOURCE : FRANCE INVEST/ GRANT
THORNTON



42,9 Mds€

LEVÉS EN 2025
(+10 % PAR RAPPORT À 2024)

SOURCE : FRANCE INVEST/ GRANT THORNTON

42

VÉHICULES D'INFRASTRUCTURE ONT ÉTÉ
LEVÉS EN 2025, EN RETRAIT PAR RAPPORT À 2024
(58 VÉHICULES)

SOURCE : FRANCE INVEST/ GRANT THORNTON



Myrium bâtit son ascension sur des fondamentaux solides

Avec 440 M€ de chiffre d'affaires et 1660 collaborateurs, le groupe francilien de services multitechniques du bâtiment a quadruplé sa taille et quintuplé sa valorisation en une décennie.

MÊME QUAND IL N'EST PAS AU MIEUX DE SA FORME, le BTP continue à attirer le private equity, qui consolide à la pelle les verticales les plus résilientes et les moins exposées aux cycles de la construction. C'est typiquement ce qu'a illustré le cinquième LBO du spécialiste de la rénovation et des services multitechniques du bâtiment Myrium, remporté par Capza, fin 2025, à l'issue d'un processus très compétitif qui l'a valorisé 435 M€, environ 11 fois son Ebitda. Il faut dire qu'avec un taux de croissance organique de près de 10 % par an et une stratégie de build-up soutenue, l'ex-groupe Rougnon, rebaptisé Myrium, surperforme la croissance du marché de la rénovation, qui oscille autour de 3 à 4 %, grâce à un modèle opérationnel particulièrement efficace et des revenus équilibrés entre les travaux et la maintenance. Le groupe centenaire, aux 440 M€ de chiffre d'affaires, couvre l'ensemble des domaines du second œuvre technique du bâtiment : génie climatique, électricité, chauffage, plomberie, couverture, étanchéité, ravalement et serrurerie.

Une transition actionnariale au long cours

Fondée en 1922 par Charles Rougnon, l'entreprise éponyme a connu trois générations de dirigeants familiaux avant que le petit-fils du fondateur, François Rougnon, ne passe le relais en 2016 à un dirigeant externe, Frédéric Viet, ex-DG d'IDEX (une participation d'Antin Infrastructure Partners). Cette succession a abouti après une longue période de transition

actionnariale initiée dès 2010 via une première ouverture de capital. En quinze ans et cinq LBO, l'ETI francilienne a expérimenté plusieurs typologies d'actionnaires financiers : de l'ex-captif bancaire CIC LBO Partners qui a orchestré son premier OBO en 2010 à la plateforme multi-stratégies Capza qui a signé son LBO *quinte* fin 2025, en passant par le fonds thématique de Tikehau dédié à la transition énergétique, qui l'a accompagnée de 2019 à 2022, et le family office evergreen Chevillon qui lui a succédé. Cette multiplication de LBO ne fait-elle pas peser une pression insoutenable sur le management ? « Nous évoluons dans des univers fortement compétitifs, nous n'avons pas besoin de nos actionnaires financiers pour nous mettre la pression », assure Frédéric Viet. « Le modèle de Myrium repose sur la satisfaction des clients, l'épanouissement des équipes et le partage de la valeur. Tant que les LBO permettent de maintenir l'équilibre de ce modèle, leur succession est plutôt saine », défend le dirigeant. Cet X-Ponts a commencé sa carrière à la fin des années 90 dans la gestion des déchets, au sein de l'ex-Générale des Eaux, devenue Veolia, ce qui lui a donné le goût des métiers de services collectifs. Il passe ensuite du côté du conseil en stratégie chez AT Kearney pour des entreprises dans les secteurs de l'énergie, environnement, infrastructures, industrie et transports, avant de bifurquer vers le monde de la marine chez CMA-CGM et enfin de prendre la direction opérationnelle du spécialiste des infrastructures énergétiques IDEX jusqu'en 2016.

Changement de dimension

À l'arrivée de Frédéric Viet, le groupe Rougnon employait 600 collaborateurs au sein de 15 filiales réalisant une centaine de millions d'euros. Aujourd'hui, le polytechnicien contrôle les manettes d'une galaxie de plus d'une trentaine d'entreprises générant 440 M€ de chiffre d'affaires et employant 1 600 salariés, dont 600 sont actionnaires de Myrium. « Le changement de dimension du groupe s'est fait en conservant le même socle de valeurs transmis par la famille Rougnon sur trois générations. Nous n'exerçons pas



un métier avec des effets d'échelle, notre crédibilité repose sur la compétence de nos collaborateurs et leur proximité avec les clients », poursuit le dirigeant, qui a opté pour le nom Myrium, « myriade d'hommes » comme symbole fort du changement d'ère de l'entreprise familiale centenaire à l'ETI détenue significativement par son management et ses salariés. Le défi a donc été de conserver ce subtil équilibre entre une organisation décentralisée et une identité commune alors que le groupe a quadruplé de taille en une décennie, greffant une quinzaine d'acquisitions et totalisant près de 35 entreprises opérationnelles sur les métiers des services techniques aux bâtiments. « Nous constituons un vrai collectif avec des cadres et des objectifs économiques communs, aux antipodes de l'état d'esprit d'un vaste coworking », insiste Frédéric Viet. Ce qui ferait la différence avec les grandes organisations au modèle intégré, ce serait la vigilance de l'ETI à éviter des usines à gaz épuisant l'énergie de ses collaborateurs dans la multiplication des processus et des reportings dont ils finissent par perdre le sens. Une autre différence serait une posture intellectuelle résumée par Frédéric Viet : « Je pars du principe que les gens sur le terrain en savent mieux que moi ». Un état d'esprit rendu possible par l'alignement d'intérêt de l'actionnariat salarié « bien plus efficace que des systèmes de bonus sophistiqués qui génèrent des biais ».

Figures libres et imposées

L'illustration des synergies de ce collectif d'entreprises complémentaires se traduit au quotidien via des projets menés en symbiose par les différentes filiales du groupe, à l'instar de la livraison récente d'une centrale photovoltaïque de 78 kWc en autoconsommation pour le Frac Île-de-France, à Romainville. Plusieurs entités du collectif Myrium ont travaillé de concert sur ce chantier : la filiale Novebat Etanchéité a adapté l'étanchéité existante pour accueillir la structure solaire, son entreprise sœur Innovative & Smart Buildings a déployé les panneaux photovoltaïques, tandis que l'entité Gesclim, en charge de la maintenance climatique du Frac, complétait le dispositif. La force de ce modèle multi-métiers permet ainsi de maintenir la compétitivité du groupe dans un contexte où le repli historique de la construction neuve entraîne un report des acteurs du neuf vers l'entretien-rénovation, et fait subir une pression accrue sur les prix et les marges du secteur, d'après les statistiques de la Fédération Française du Bâtiment. Face à des majors au modèle très centralisé, Myrium peut donc tableur sur son atout d'agilité et de proximité avec

le client. « Concrètement, les équipes élaborent librement leurs offres commerciales, sans avoir à se préoccuper de sujets de politique interne, ce qui crée une focalisation entrepreneuriale saine », illustre Frédéric Viet, qui file la métaphore d'un ballet avec des figures libres et des figures imposées. S'il n'est pas question de transiger sur le pilotage économique avec un référentiel homogénéisé au niveau de toutes les filiales du groupe parlant toutes une langue commune en termes de chiffres, le déploiement opérationnel des différents métiers est en revanche laissé aux mains de chaque entité.

Intégration sur-mesure

Un modèle duplicable avec la montée en puissance du groupe, à condition de respecter une sélectivité drastique pour les acquisitions. « La croissance externe n'est pas une finalité en soi, mais découle de la volonté de développer le modèle myrium pour qu'il ait une portée plus globale. Notre approche obéit à une logique de rapprochement plutôt que build-up : peut-on proposer un projet d'avenir à l'entreprise qui va nous rejoindre ? Et le premier filtre qui intervient très en amont est celui de la cohérence entre la culture de l'entreprise et celle du groupe », détaille Frédéric Viet. Une fois ce principe de base posé, le rythme et les modalités de l'intégration varient en fonction des spécificités et des besoins de l'entreprise reprise. « Il faut faire preuve d'une dose de réinvention permanente quand on intègre des entreprises à un rythme aussi rapide, pouvoir donner de la disponibilité et construire du lien avec chaque entité », résume simplement le dirigeant. En septembre dernier, Myrium a franchi une nouvelle étape de sa stratégie de croissance externe avec une acquisition hors de son fief francilien via la reprise de la PME orléanaise Eddia spécialisée des génies climatique et électrique. « Cette première acquisition hors Ile-de-France constitue le fer de lance de notre développement dans les territoires en agrégeant d'autres PME souhaitant intégrer un opérateur décentralisé leur assurant un développement autonome de leur marque », souligne Frédéric Viet, qui a concrétisé en mars une deuxième acquisition provinciale avec l'entreprise sarthoise de génie climatique Delaboudinière. En attendant d'autres build-up plus à l'Est, et notamment en région Auvergne-Rhône-Alpes miroitée par l'ETI, Myrium passe au crible les cibles dont la culture d'excellence et l'ADN entrepreneurial sont compatibles avec son édifice bâti sur un socle solide, et cimenté par des valeurs réputées inébranlables.

[HOUDA EL BOUDRARI

L'extension du domaine de la due-diligence à la réputation

En plus de l'audit des comptes financiers et des multiples investigations testant la solidité du modèle économique, la réputation de l'entreprise est également passée au crible par les investisseurs financiers. Une pratique qui reste sous les radars mais prend une ampleur croissante.

« IL FAUT 20 ANS POUR CONSTRUIRE UNE RÉPUTATION ET 5 MINUTES POUR LA DÉTRUIRE »

cette citation culte de Warren Buffett résonne avec encore plus d'acuité à l'heure des réseaux sociaux et de la viralité des « bad buzz » en ligne. De quoi alimenter l'inflation des due-diligences orchestrées par les fonds d'investissement, de plus en plus nombreux à scruter la réputation de leur cible et de ses dirigeants avant de s'engager dans un actionariat dont la durée s'allonge et les risques augmentent. « Dans les années 2000, les fonds réalisaient un « background check » sur le dirigeant uniquement quand ils nourrissaient de fortes suspicions sur son profil, ou que la cible opérait dans un secteur ou dans un pays considérés comme risqués », explique Jérôme Louvet, directeur général délégué du groupe Adit, le numéro un tricolore de l'intelligence économique. Cet ex-associé de Weinberg Capital Partners assure que « Depuis une dizaine d'années, les fonds réalisent des due-diligences plus complètes portant sur la réputation globale de leur cible. Certains investisseurs institutionnels ont même ajouté cette brique de manière systématique dans leurs process pré-acquisitions ». Une montée en puissance difficile à mesurer car aussi bien les investisseurs que les agences mandatées restent discrets sur

cette prestation, de peur d'effaroucher des dirigeants vexés de faire l'objet d'investigations sur leur probité. Sur cette niche des due-diligences réputationnelles et d'honorabilité, le français Adit et l'américain Kroll dominent largement le marché, tandis que le challenger Forward Global monte en puissance avec le recrutement fin 2025 de l'ex-chef de la BRI Simon Riondet.

Analyser les angles morts

« Nous analysons les angles morts qui peuvent passer entre les mailles de due-diligences conventionnelles et qui relèvent de la connaissance informelle de l'entreprise », résume Jérôme Louvet. Ces investigations ne concernent pas seulement la réputation du management mais vont bien au-delà, couvrant des sujets à la lisière de la due-dil stratégique. Comportant souvent des volets cyber et réglementaires, elles sont désormais reconnues comme des outils stratégiques de sécurisation des décisions des investisseurs. Sans devenir des « must-have » pour autant. « Si la pratique se développe, elle reste encore exceptionnelle notamment du fait de la focalisation des fonds sur des due-diligences qui ont vocation à faire baisser la valorisation mais pas à la faire capoter, surtout après avoir engagé des

frais importants dans le process », nuance Julien Lopizzo, associé fondateur de Semkel, une agence spécialisée dans les risques économiques, cyber et réputationnels. Malgré l'importance de cet enjeu, les investisseurs feraient donc preuve d'une forme de naïveté, voire de déni, se fiant à des recommandations de l'entourage du dirigeant, et surtout à leur instinct de détection des bons managers. Il faut dire que le principal savoir-faire des actionnaires financiers réside dans la sélection du parfait patron LBO compatible et qu'ils ont parfois tendance à pêcher par excès d'ego à force de croiser des dizaines d'entrepreneurs et dirigeants de PME et ETI, se croyant dotés d'un flair infailible. Or on peut être un bon détecteur d'opportunités business mais un piètre « profiler » d'équipes. « Les entrepreneurs usent de leur storytelling pour réussir à obtenir les fonds nécessaires pour le développement de leur projet. La confiance est importante, mais la vérification est nécessaire. Quel est leur passé professionnel ? Est-il possible de corroborer leurs informations ? Quel est leur parcours académique ? Ou encore, possèdent-ils différentes structures susceptibles d'éloigner leur investissement personnel dans le projet mis en avant ? Quelles sont les connexions entre les fondateurs, les dirigeants

et les actionnaires qui pourraient causer un conflit d'intérêts ? », énumère Julien Lopizzo.

Quelques scandales retentissants

Dans le jeu de séduction et les « management presentations » très codifiées des process compétitifs, les investisseurs ont rarement le temps de tisser une relation de confiance avec les dirigeants de l'entreprise qu'ils courtisent, y compris pour des LBO primaires. Certains fonds, parmi les plus prestigieux de la place, auraient été bien inspirés de diligenter des due-diligences d'honorabilité avant que des scandales éclatent, et des self-made men considérés au-dessus de tout soupçon se révèlent coupables de pratiques frauduleuses. Ce fut le cas pour le plus gros fonds de private equity français, Ardian, et la banque publique Bpifrance entraînés dans le naufrage Sfam/indexia provoqué par la star déchue de l'assurance affinitaire Sadri Fegaier. À l'issue d'un scandale retentissant, l'homme d'affaires a été condamné fin 2024 à deux ans de prison, pour pratiques commerciales trompeuses. En misant en 2018 un ticket de 200 M€ dans le courtier en assurances, le valorisant alors 1,7 Md€, Ardian s'est laissé subjugué par l'ascension spectaculaire de Sadri Fegaier, autodidacte qui a lancé son activité d'assurance pour

les téléphones portables dans sa boutique SFR de Romans-sur-Isère au tournant des années 2000 et bâti son empire en rachetant des boutiques franchisées SFR jusqu'à devenir le plus jeune milliardaire de France. Or il aurait suffi d'un audit un peu poussé pour déceler la multiplication des plaintes de consommateurs prélevés de milliers d'euros de façon injustifiée, et qui feront l'objet d'une enquête de la répression des fraudes dès 2019.

Mais Ardian est loin d'être le seul fonds de private equity à s'être fourvoyé en tombant sous le charme d'entrepreneurs peu scrupuleux. Hasard malencontreux du calendrier, quelques mois à peine après avoir cédé le contrôle de son empire de la coiffure au fonds Core Equity en 2021, Franck Provost est mis en examen pour « blanchiment de fraude fiscale aggravée ». En cause, un logiciel de comptabilité utilisé dans certains salons, permettant de se soustraire à l'impôt. Plus récemment, c'est le fonds d'investissement Raise et Bpifrance qui se retrouvent embourbés dans le scandale du groupe d'enseignement privé Collège de Paris dont ils ont pris une participation minoritaire en 2022. Le réseau de 32 établissements d'enseignement supérieur et organismes de formation professionnelle, dont l'ancienne direction est



◆ Jérôme Louvet, directeur général délégué du groupe Adit



◆ Julien Lopizzo, associé fondateur de Semkel

accusée de fraude, de blanchiment d'argent et d'abus de biens sociaux, a été placé en redressement judiciaire fin 2025 et fait l'objet d'une vingtaine d'offres de reprise qui devraient être départagées ce printemps dans le cadre d'un plan de cession. Dans le milieu feutré du non coté, ces scandales médiatisés ne seraient que la face émergée de l'iceberg, les affaires concernant des PME sous les radars étant discrètement étouffées. C'est d'ailleurs souvent à la suite d'une erreur de casting qui leur aura coûté cher que certains fonds décident de systématiser ces due-diligences réputationnelles et d'honorabilité.

Intensité des « red flags »

« Le profil des dirigeants a beaucoup évolué depuis deux décennies, retrace Julien Lopizzo. Les itinéraires sont plus fragmentés et plus internationaux avec des dirigeants qui ont parfois passé la moitié de leur vie professionnelle à l'étranger ou des serial entrepreneurs qui ont créé plusieurs structures. Cette complexité nécessite une validation supplémentaire ». Il rappelle cependant : « Nous n'avons pas accès au casier judiciaire car c'est interdit par la loi. Mais nous passons au peigne fin l'empreinte numérique des dirigeants, leur comportement dans le passé et tout ce qui est susceptible de caractériser

un risque de réputation pour l'entreprise et ses investisseurs, comme un engagement politique qui ne serait pas conforme aux valeurs du fonds ». Il regrette que ces due-diligences ne soient déclenchées qu'en cas de doute « quand les chiffres sont trop beaux » ou « le dirigeant trop aimable », et pas encore de manière systématique. D'autant que les managers sous LBO signent des clauses permettant à leurs actionnaires financiers de les évincer en cas de problématique d'image, il est donc paradoxal que les vérifications ne soient pas faites en amont.

Est-ce à dire que ces contrôles auraient été suffisants pour débusquer les fraudes à tous les étages chez un Orpea, les abus sexuels d'un Abbé Pierre ou les violences conjugales d'un Stéphane Plaza ? « On peut se tromper sur l'intensité du rouge des « red flags » mais pas sur leur existence, assure Jérôme Louvet. Quand on rend un rapport où tout est vert aux investisseurs, ils ont tendance à croire que les due-diligences ont été inutiles mais ils sont rassurés : c'est comme une assurance, le coût est anecdotique au regard du risque couvert ». Concrètement, l'Adit déploie ses investigations sur deux volets : l'open source intelligence (OSINT), autrement dit tout ce qui relève de l'information publique, de plus en plus

accessible mais de plus en plus complexe aussi. Car il faut savoir collecter, analyser et exploiter des données provenant de sources ouvertes variées : sites web, réseaux sociaux, bases de données ouvertes, documents officiels, images satellites... y compris le darknet, et retrouver les traces quand elles ont été effacées. L'autre pan de recherche, plus délicat, relève de la « human intelligence », autrement dit une enquête auprès des personnes connaissant la cible et qui seraient capables de livrer des informations intéressantes : clients, fournisseurs, anciens partenaires ou ex-salariés. Évidemment, le savoir-faire des professionnels du renseignement est de distinguer les rumeurs de éléments tangibles, de recouper la vie personnelle et la vie des affaires, et de corroborer les allégations par les faits. D'où l'intérêt de ne pas attendre le dernier round des négociations avant de se faire surprendre par des red flags insoupçonnés. « Le plus judicieux est de commencer par un premier jet de due-diligences réputationnelles avant de lancer le reste des audits », plaide Jérôme Louvet, qui glisse également que certaines informations apportées par ces investigations dans l'univers informel de la cible peuvent contribuer à faire gagner un deal.

[HOUDA EL BOUDRARI

LES FONDS DE CONTINUATION SONT DEVENUS DES INSTRUMENTS SOPHISTIQUÉS DE CESSION

En l'espace de seulement cinq ans, ces véhicules ont démontré leur intérêt pour l'écosystème tricolore, y compris dans le mid-market. Tout en étant un atout pour les équipes dirigeantes des entreprises, comme le soulignent de concert Marion Cossin, associée-gérante au sein de la banque d'affaires Lazard et Nicola Di Giovanni, associé de Skadden Arps.



☛ Nicola Di Giovanni, associé du cabinet Skadden Arps



☛ Marion Cossin, associée-gérante, banque Lazard

Les créations de fonds de continuation sont désormais fréquentes en France, mais peut-on parler d'une réelle appétence pour ces véhicules qui permettent aux sociétés de gestion de trouver de la liquidité sans toutefois se retirer des actifs de leur portefeuille ?

Marion Cossin : Une chose est sûre : si le marché français a pu réserver à ces fonds un accueil un peu plus timide que la sphère anglo-saxonne, dans un premier temps, il ne présente aujourd'hui pas de retard particulier. Nous avons même observé ici une tendance qui s'inscrit dans la logique des choses : après avoir été dédiés à des actifs de grande envergure, comme le conseil en expertise et audit financier IQ-EQ, en 2021, ces fonds répondent de plus en plus aux besoins du mid-market... en dépit de quelques réticences à l'égard de ce qui est encore trop souvent perçu uniquement comme un nouveau produit financier.

Nicola Di Giovanni : En faisant preuve de réactivité,

le marché tricolore a vite pris le pas. D'ailleurs, il est intéressant de noter qu'en seulement cinq ans, la logique qui prévaut derrière ces véhicules a considérablement évolué : après avoir été appréhendés par les sociétés de gestion comme des outils de sortie imparfaite, en écho à un marché trop illiquide, les fonds de continuation sont devenus des instruments sophistiqués de cession. Il ne s'agit plus d'un pis-aller, notamment parce que l'ensemble des professionnels qui se sont mobilisés – des banques d'affaires aux cabinets d'avocats – l'envisagent comme une troisième voie de sortie pérenne dans les processus de cession en combinant les logiques de levée de fonds et de M&A.

M.C. : Il est évident que les récentes crises économiques successives ont obligé les gérants à envisager des options alternatives de liquidité, mais telle n'est désormais plus l'unique raison qui les conduit à mettre sur pied des fonds de continuation, loin de là. De façon structurelle, ces

derniers sont devenus complémentaires aux opérations de M&A classiques.

N.D.G. : Et c'est parce que cette évolution illustre l'agilité de l'industrie du private equity qu'elle se pérennise. Grâce à l'expérimentation faite autour d'une nouvelle voie de sortie, nous sommes passés de processus de dual track à un triptyque M&A-introduction en bourse-fonds de continuation.

Au point de faire taire les voix qui s'élevaient contre ces instruments ?

M.C. : Toute innovation suscite invariablement une certaine méfiance mais, désormais, leur intérêt n'est plus à démontrer : ils constituent une option normalisée, à la condition d'être conçus pour des actifs de qualité. Ne l'oublions pas : il ne s'agit pas uniquement d'un outil d'ingénierie financière, comme certains ont pu le craindre, mais bel et bien d'un instrument qui présente de nombreux avantages, y compris pour les dirigeants d'entreprise.

En bénéficiant d'une certaine stabilité avec des actionnaires dont ils connaissent les modes de fonctionnement et les compétences, ces derniers peuvent déployer leur stratégie de croissance dans la continuité.

N.D.G. : Autre avantage non négligeable : les équipes dirigeantes sont moins sollicitées à l'occasion de la cession à un fonds de continuation que lors d'un processus de cession « classique », dans la mesure où l'essentiel du travail de fond est assuré par l'équipe d'investisseurs de la société de gestion. Ils peuvent continuer de se concentrer sur leur day-to-day business sans avoir à consacrer un temps précieux aux management presentations, data rooms, vendor due diligences... D'ailleurs, ils y trouveront aussi un intérêt financier, étant donné que la création d'un fonds de continuation entraîne le déclenchement du management package. Cela étant, il est essentiel de travailler à l'alignement des intérêts de toutes les parties en présence, en veillant par-dessus tout à ce que les fonds de continuation

soient structurés dans l'intérêt économique des actifs sous-jacents. Structurellement, il existe un conflit d'intérêts potentiel, mais force est de constater que le marché s'est organisé de sorte que celui-ci ne vienne pas entacher une quelconque opération, en répondant uniquement à une logique financière d'actionnaires désireux d'enregistrer un TRI.

Existe-t-il des critères d'éligibilité ?

M.C. : Absolument et ceux-ci sont assez clairs. En effet, la raison d'être des fonds de continuation repose sur la volonté d'accompagner des entreprises disposant d'un important potentiel de croissance, susceptibles d'engendrer un multiple financier compris entre deux et trois dans les quatre ou cinq ans suivant leur constitution. Dans la pratique, il est également fréquent qu'ils s'adressent à des entreprises ayant élaboré une stratégie de build-up de sorte à s'affirmer comme un consolidateur de leur marché, mais cela n'est pas systématique.

De même, on observe que les fonds de continuation peuvent être créés à des fins de financement d'un ou plusieurs actifs, et ce quels que soient leur taille et le secteur d'activité concerné.

Il est encore trop tôt, mais que se passerait-il si un fonds de continuation devait enregistrer une perte financière ?

N.D.G. : Que l'entreprise fasse l'objet d'une cession ou d'une reprise via un fonds de continuation, elle reste soumise aux mêmes aléas microéconomiques, macroéconomiques ou encore géopolitiques. De fait, elle ne peut bénéficier d'aucune garantie de succès au moment où son changement d'actionnaires s'opère... Qui plus est, chaque investisseur est conscient qu'il prend un risque lorsqu'il rachète un actif et qu'il doit le minimiser en procédant à une analyse préalable la plus complète possible. Pour l'ensemble de ces raisons, toute préparation d'un fonds de continuation doit reposer sur un processus de transparence,

d'accès à l'information, etc. Voilà pourquoi les équipes dédiées des banques d'affaires se sont professionnalisées afin de pouvoir fournir ces éléments aux futurs acquéreurs, mais aussi aux LPs existants qui doivent ainsi estimer leur propension à transférer leur propriété ou à maintenir leur engagement (« roller »). Mieux vaut donc solliciter des intervenants qui ont l'habitude de conduire de tels processus...

M.C. : La préparation d'un fonds de continuation comme sa mise en place doivent s'apparenter à un processus de vente « classique », en s'appuyant sur les mêmes types de documents qui seraient préparés pour une transaction de M&A. Ils permettent de mener des processus d'enchères en sollicitant des investisseurs en secondaire de plus en plus sophistiqués, dont certains bénéficient même de spécialisations sectorielles. Le fait est qu'outre les acteurs habituels, il existe beaucoup de nouveaux entrants sur ce segment, souvent issus de la création d'équipes dédiées

par des fonds américains de private equity « classiques ». Il est nécessaire de répondre à leurs exigences.

Quelle pourrait être la suite ?

N.D.G. : Étant conçus pour cinq à six ans, les premiers fonds de continuation se déboucleront dans peu de temps et nous aurons alors une vision plus précise de leurs performances. Mais comme il n'existe pas de sentiment d'insatisfaction du côté des LPs, ce nouvel outil semble déjà remplir pleinement son rôle. En revanche, il sera intéressant de scruter les débouclages de ceux qui avaient été constitués pour des actifs en difficulté, il y a une dizaine d'années...

M.C. : Le succès des levées en secondaire, qui atteignent actuellement des niveaux records, démontrent que les LPs s'engagent davantage vers ces stratégies d'investissement. Les performances des premiers véhicules sont au rendez-vous, et c'est pour cette raison, entre autres, qu'ils rencontrent cet engouement.

[CHARLES ANSABÈRE

PROPOS RECUEILLIS PAR **ONDINE DELAUNAY**

Fonds de continuation : l'art de concilier liquidité des LPS et engagement du management

Selon les données récemment publiées par France Invest et Grant Thornton, le nombre de cessions des acteurs du capital-investissement français en 2025 était en retrait par rapport au niveau observé depuis 2015. Les montants cédés ont cependant atteint un niveau historiquement élevé, notamment portés par l'activité des fonds de continuation. Ceux-ci sont devenus un outil stratégique permettant de prolonger la création de valeur dans des entreprises déjà performantes et portées par un management solide. Mais comment assurer un alignement clair et durable des intérêts entre les managers en place, les nouveaux LPS et le sponsor historique ?

LUCIE BOCEL,
HEAD OF FRANCE,
HOWDEN M&A

ALEXIS VEYSSET,
DEPUTY CEO & CFO,
GUTOR ELECTRONIC

MARIE AUBARD,
ASSOCIÉE, WILLKIE
FARR & GALLAGHER

THOMAS FORIN,
ASSOCIÉ, HFW

NICOLA DI GIOVANNI,
ASSOCIÉ, SKADDEN ARPS

NATHALIE DUGUAY,
ASSOCIÉE, WILLKIE
FARR & GALLAGHER

BENJAMIN BIGNIER,
AVOCAT, KIRKLAND
& ELLIS

FRANÇOIS AGUERRE,
VICE-PRÉSIDENT DE FRANCE
INVEST ET CO-PRÉSIDENT
DU CLUB SECONDAIRE



LE CONTEXTE DU DÉVELOPPEMENT DES FONDS DE CONTINUATION EN FRANCE

Nathalie Duguay : Le développement des fonds de continuation est, comme souvent, parti des États-Unis. Il s'agissait au début d'une manière de se départir de certains actifs que les fonds n'arrivaient pas à céder, ou qu'ils souhaitaient vendre de manière différente. Le phénomène s'est rapidement propagé en France. De mémoire, la première opération publique a été celle de PAI Partners pour Stensmolla. À partir de là, le marché s'est décomplexé. Il ne s'agissait plus d'opérations dites « problématiques », ni de deals susceptibles de refléter négativement le travail du GP. Au contraire, elles sont désormais perçues comme stratégiques et une opportunité de réaliser une cession. Elles permettent d'apporter de la liquidité, tout en conservant les actifs que le fonds souhaite garder sous gestion.

Thomas Forin : Aujourd'hui, les opérations s'inscrivent dans une logique de développement, avec une approche de trophy asset. Le GP témoigne ainsi son souhait de poursuivre la stratégie avec le management et de partager le projet commun de création de valeur. La philosophie a totalement changé et ce type d'opérations s'impose aujourd'hui comme voie de sortie. Le pourcentage de fonds de continuation dans les exit a incroyablement augmenté.

Nathalie Duguay : On voit même aujourd'hui des fonds de continuation de fonds de continuation i.e. les CV-squared.

François Aguerre : Le phénomène aurait pu émerger dans les années 2003, au moment où les fonds de venture capital connaissaient des difficultés après l'explosion de la bulle internet. Nombre d'entre eux ont alors tenté de créer des fonds pour racheter des actifs issus d'autres fonds dont la performance était mauvaise. Le mouvement autour du FCPI (Fonds Commun de Placement dans l'Innovation) a également cherché à structurer



NATHALIE DUGUAY,
ASSOCIÉE, WILLKIE
FARR & GALLAGHER

ce type d'initiative. Si ce phénomène avait réellement pris, il aurait sans doute créé un label de fonds de continuation. Tel n'a pas été le cas, car la plupart des acheteurs n'étaient que marginalement intéressés par ce type d'actifs.

Au moment de la crise financière globale de 2015, la tendance a repris dans une dynamique similaire. Quelques transactions se sont nouées sur des fonds qui avaient mal performé, sans que cela signifie nécessairement que les gérants étaient mauvais. Puis certains gérants reconnus se sont lancés, avec au départ de beaux actifs, mais des sorties non triviales, des situations qui n'étaient pas complètement alignées avec les pratiques habituelles. L'effet domino a ensuite joué.

Je ne pense pas que le phénomène soit né aux États-Unis. Si c'est le cas, le développement européen a été concomitant. Et en l'espace de 12 à 18 mois, tous les acteurs du monde du private equity, même dans des économies où le secteur est moins mature, étaient intrigués, voire intéressés par le concept.

Nathalie Duguay : Du côté des LPs, ils ont d'abord eu certaines interrogations sur les potentiels conflits d'intérêts générés par ce type d'opération. Mais dès lors qu'une pratique de marché s'est établie, ils ont saisi l'opportunité et la situation a évolué très rapidement.

Nicola Di Giovanni : Pendant longtemps, le fonds de continuation a été perçu comme une solution de second rang, une sortie imparfaite relevant d'un marché contraint. Cette vision appartient désormais au passé. Aujourd'hui, il est reconnu comme un outil sophistiqué permettant de préserver la détention d'un actif de qualité, tout en offrant aux LPs désireux de sortir une option de liquidité structurée. Certains investisseurs institutionnels ont même développé une stratégie de levée de fonds spécifiquement dédiée aux continuation vehicles (VC), ce qui témoigne de l'intégration croissante de ces instruments dans la gestion de leurs portefeuilles.

Benjamin Bignier : Un autre élément qui mérite d'être souligné est que l'on observe une augmentation du taux de réinvestissement chez les investisseurs des fonds vendeurs dans le cadre de ces transactions. Cela témoigne d'une certaine



forme de confiance et d'un engouement autour de ces transactions. Les garde-fous visant à encadrer les conflits d'intérêt et mis en place dans le cadre d'une pratique de marché de plus en plus établie sont de mieux en mieux appréhendés par les investisseurs. Cela contribue à améliorer leur perception de ces transactions qui constituent désormais une véritable opportunité de liquidité pour eux.

Nicola Di Giovanni : En France, ces véhicules ont représenté 4,3 mds€ d'investissements en 2025, soit près de 22 % des sorties en valeur, selon les statistiques relayées par le marché. Cette structuration du marché, qui s'est nettement accélérée au cours des 12 à 18 derniers mois, est également portée par la professionnalisation des conseils, aussi bien des banques d'affaires dédiées que des équipes d'avocats qui développent des expertises hybrides entre structuration de fonds et M&A. Le processus se structure progressivement et donne de la confiance au marché et aux LPs.

François Aguerre : Le marché a également bénéficié du contexte macro. En 2022, l'industrie du private equity s'est retrouvée confrontée à une situation dans laquelle les LPs ont cessé d'être cash positifs sur leurs portefeuilles. Ils ont alors plus facilement



ALEXIS VEYSSET, DEPUTY
CEO & CFO, GUTOR ELECTRONIC

accepté cette solution « imprévue » pour préserver leurs distributions. Après plusieurs années durant lesquelles les pratiques se sont relativement stabilisées, ils ont désormais intégré cette nouvelle option, même si ce n'est toujours pas leur voie préférée.

L'ALIGNEMENT DES INTÉRÊTS ENTRE GPS, LPS ET MANAGERS

Barthélemy Grave : Un GP passe un temps considérable à sourcer des nouvelles opportunités d'investissement. Dès lors, lorsqu'il accompagne un actif de qualité, les fonds de continuation constituent un outil extrêmement efficace pour générer de la performance tout en évitant de consacrer du temps et des ressources à la recherche de nouvelles opportunités. Le gérant peut ainsi conserver cet actif plus longtemps et écrire une nouvelle page de son histoire. À mes yeux, c'est cela qui transforme, d'une certaine manière, le marché pour les GPs.

Alexis Veysset : Gutor Electronic est une société suisse détenue, depuis 2023, par le fonds français Latour Capital. Nous évoluons sur le marché de l'électrification et de la sécurité énergétique, qui est en

forte croissance, avec un périmètre mondial. Nous réalisons environ 230 M€ de chiffre d'affaires – chiffre qui a été plus que doublé en trois ans. Évidemment, lorsqu'un actif surperforme à ce point, tout le monde est davantage aligné. Les zones de conflit d'intérêt s'amenuisent, puisque chacun y trouve son compte, y compris financier.



valorisation. Face à la contraction des multiples sur le marché, on peut s'attendre sur certains dossiers à une convergence entre la décote 'théorique' de valorisation d'un fonds de continuation et un processus M&A classique sell-side fonds, sachant que les industriels paient de plus en plus rarement des primes

Durant cette période, la question était de savoir si notre GP allait nous orienter vers une sortie ou vers un fonds de continuation.

Le sujet de la valorisation était bien sûr important, car dans un fonds de continuation on vend théoriquement à une décote plutôt qu'à un vrai multiple de marché, résultat d'un procès concurrentiel. Autre facteur manifeste pour le GP, c'est effectivement l'envie de rester investi dans un actif connu plutôt que d'aller en rechercher un autre. Et puis il y a la question de la liquidité des LPs, qui est absolument centrale dans un contexte où le capital qui leur est renvoyé est de plus en plus rare et où les fonds de private equity primaires sont parfois sous pression. Or ce sont, et en apparence paradoxalement, souvent ces mêmes investisseurs qui recherchent de la liquidité qui réinvestissent significativement dans les véhicules de continuation. C'est d'ailleurs ce qui s'est passé dans notre dossier. Il y a donc à la fois une rotation du capital, le déploiement, et la cristallisation de la plus-value sur le LBO précédent.

Ce qui nous a conduit à privilégier le fonds de continuation est cette nécessité de liquidité pour les LPs du fonds III de Latour Capital, dont la levée datait de 2019 et dont Gutor était le dernier actif à avoir été investi. S'est ensuite posée la question du multiple et de la

substantielles en comparaison des investisseurs financiers dont l'objectif premier est le déploiement du capital levé. En réalité, entre le prix de marché et un fonds de continuation, en particulier pour un actif en performance, il peut y avoir un alignement des valorisations, donc une décote faible, voire même pas de décote du tout compte tenu du capital disponible au niveau des fonds secondaires et des fonds désormais dédiés à la continuation.

Au-delà de cet aspect financier, il y a une logique stratégique et entrepreneuriale. Le management résigne pour quatre ou cinq ans avec la même équipe de gestion, les mêmes partenaires que nous connaissons parfaitement. Il est donc plus simple de poursuivre que de reconstruire, de réécrire une gouvernance et de redéfinir une stratégie en ligne avec les attentes du nouveau fonds. La poursuite de l'aventure avec Latour Capital constituait objectivement une bonne décision pour la société dans un moment de forte croissance où la stabilité est préférable.

Concernant le rôle du management dans les situations de continuation, le management peut se retrouver mis en avant dans cet environnement où tout le monde s'apprécie mais en même temps chacun cherche à s'assurer qu'il réalise le bon deal. Il constitue un lien utile et structurant entre les différentes parties prenantes de la transaction.

Dans le cadre du fonds de continuation de Gutor, nous avons échangé avec les dirigeants des fonds secondaires notamment Ardian, Hamilton Lane et Patria en lead. C'était très intéressant car ce sont souvent des acteurs qui ne font



MARIE AUBARD,
ASSOCIÉE, WILLKIE
FARR & GALLAGHER

pas de primaire, ou qui interviennent *via* des équipes de co-investissement. Les discussions sont donc plus ouvertes, moins centrées sur les aspects purement transactionnels, et davantage orientées vers les équipes, le marché, la société et les perspectives.

Marie Aubard : Je partage votre avis sur le rôle de boussole du management. Nous avons accompagné le fonds Hivest Capital Partners sur un dossier de fonds de continuation dans lequel le rôle du management a également été central. Dans les deals de LBO dits « classiques », les LPs n'interviennent jamais. Or dans les dossiers impliquant des fonds de continuation, un lead investor qui prend la majorité des parts du fonds, s'invite à la table des négociations du SPA et va même jusqu'à regarder le pacte d'actionnaires et les accords avec le management. Il vérifie également que le management a bien revu les déclarations et garanties business consenties par les vendeurs et a été impliqué dans la mise en place d'une W&I insurance.

Les accords de management incentive plan (MIP) que nous regardons aujourd'hui pour les sorties datent en moyenne de 2021 et ne traitent pas l'hypothèse d'un fonds de continuation acheteur. Ainsi, la sortie par cession à un fonds de continuation contrôlé par la même société de gestion que le fonds cédant ne déclencherait pas le MIP et donc le management ne serait pas intéressé lors de l'opération. C'est la plupart du temps inenvisageable pour les sponsors qui sont bien conscients que le management est clé dans une telle opération. En définitive, tout le monde a intérêt à ce que les managers continuent à être motivés pendant la vie du deal avec le fonds de continuation.

Barthélémy Grave : Pour aligner les intérêts des managers de l'entreprise avec ceux du fonds, il est important de considérer le second deal comme un pur LBO secondaire. Dès lors, il convient de mettre en place un nouveau management package, une gouvernance légèrement modifiée, être sensible à l'investissement du management mais aussi à son cash out, à ses risques. Rappelons que le lead investor est un LP et, de temps en temps, le GP, qui est à la fois acheteur et vendeur, se retrouve en quelque sorte à négocier contre lui-même.



BARTHÉLÉMY GRAVE,
PRINCIPAL, HIVEST
CAPITAL PARTNERS



Dans l'hypothèse où le lead investor a des vues très claires sur certains sujets avec des demandes affirmées, alors les négociations sont assez classiques avec un acheteur et un vendeur. Mais sur d'autres points, le LP peut avoir une vision un peu moins claire et il faudra alors trouver des solutions équilibrées pour tous, ce qui peut se révéler être un exercice intéressant. Le rôle des conseils juridiques et financiers est alors essentiel pour équilibrer les pratiques de marché sur une exit entre fonds. Des déviations ont malheureusement été constatées, sur la GAP notamment. Généralement, dans le cas d'une cession entre fonds, le fonds précédant refuse de donner une garantie et l'acquéreur doit s'en arranger. En présence d'un lead investor, il n'est pas rare que celui-ci insiste pour avoir un SPA avec une assurance de GAP déjà placée.

LE RECOURS AUX ASSURANCES WARRANTIES & INDEMNITIES (W&I)

Lucie Bocel : Le marché des fonds de continuation est particulièrement dynamique en matière d'assurance.



sortant contre fonds de continuation acheteur opéré par la même équipe de gestion) ?

Barthélémy Grave : Nous l'avons fait, avec l'aide de Willkie Farr & Gallagher.

Marie Aubard : Le fait pour un fonds cédant de consentir des garanties business à la sortie et de prévoir la mise en place d'une W&I insurance est arrivé en France sous l'influence du marché anglosaxon. La plupart des lead investors étant localisés en Grande-Bretagne ou aux États-Unis, ils ont souhaité, comme sur les marchés UK et US, bénéficier de ces garanties. Les acteurs de la place de Paris ont donc dû s'adapter à cette demande et pour rendre l'exercice moins chronophage et contraignant pour le management, il est même dorénavant possible d'avoir une assurance sans même prévoir de rapport d'audit. Le lead investor s'invite à la table des négociations du SPA pour défendre les intérêts du fonds de continuation acheteur « contre » le fonds vendeur représenté par le GP. L'objectif est toujours d'obtenir des clauses équilibrées pour les deux parties.

Nicola Di Giovanni : C'est le travail que nous avons mené lorsque nous sommes intervenus pour le compte de lead investors qui ont négocié « contre » le GP pour avoir une couverture satisfaisante. C'est l'une des traductions de l'exigence et de la complexité des opérations de CV qui doivent être packagées avec précaution dès le début, avec un accès à l'information essentiel tant pour les LPs sortants que pour ceux qui réinvestissent.

Benjamin Bignier : Nous observons également ces tendances sur le marché européen. Entouré de ses propres conseils, notamment juridiques, le rôle du lead investor dans le cadre de ces transactions est véritablement de négocier les termes de la vente du/des actifs entre les fonds ainsi que ceux du fonds de continuation pour le buy-side, participant à réduire les risques de conflit d'intérêt.

Thomas Forin : Le niveau de réinvestissement des LPs du fonds sortant commande aussi la place du GP en position acheteur. En termes de process, les fonds de continuation présentent certaines singularités. Il y a une sorte d'élan à prendre avec le management pour son réinvestissement, selon que le fonds de continuation déclenche ou pas le management package. Et cette même anticipation doit être prise sur les assurances car il convient de savoir comment positionner une reps et quelles conséquences juridiques en tirer.



LUCIE BOCEL,
HEAD OF FRANCE, HOWDEN M&A

Sur le marché des secondaires européen et depuis 2019, Howden a placé des assurances W&I sur 87 opérations, dont 38 uniquement en 2025. Nous estimons que 70 % des opérations secondaires sont assurées, et la France a représenté, en 2025, quasiment le quart des opérations secondaires assurées en Europe. C'est surprenant, car en dehors des opérations secondaires, la France est plutôt en bas du tableau en matière d'utilisation de l'assurance W&I et fait partie des pays assurant moins de 30 % des transactions. Il est assez courant que les discussions sur les assurances soient à l'initiative du GP qui aura préalablement approché le marché des assurances W&I et proposera aux LPs entrants de la négocier.

Alexis Veysset : Il est intéressant que la France soit un pays européen très actif pour négocier une W&I car cela suit la taille des marchés de fonds de private equity. Dans un process de fonds continuation, il est quasiment impossible de se départir de la mise en place d'une assurance. Une négociation de garantie actif/passif dans le cadre d'un fonds de continuation semble difficile à imaginer : cela reviendrait à négocier contre soi-même (fonds primaire



Lucie Bocel : Tout à fait, les assurances GAP placées sur des fonds de continuation ont des spécificités très particulières d'un point de vue mécanique et c'est d'ailleurs pour cela qu'il est important de s'entourer de conseils spécialisés en la matière, y compris pour la négociation de l'assurance W&I. Sur le point de la connaissance, cette dernière sera vérifiée au moment de la signature de l'assurance W&I auprès du ou des lead investors. Nous sommes vigilants à l'insertion dans la police d'assurance d'un certain nombre de wordings protecteurs du ou des LPs entrants, afin notamment que la connaissance du GP ne vienne pas contaminer celle des LPs entrants et vider d'intérêt cette police d'assurance.

Benjamin Bignier : L'implication du management dans le cadre de la mise en place et la négociation des W&I est plus limitée que sur un deal M&A, cela peut être moins vrai dans le cadre de fonds de continuation portant sur un unique actif. Les general warranties qui portent sur des éléments factuels et commerciaux sont généralement qualifiées par la connaissance du vendeur (entendu comme le management du GP/sponsor) et ne nécessitent pas forcément



NICOLA DI GIOVANNI,
ASSOCIÉ, SKADDEN ARPS

d'impliquer directement le management de la/les cibles, bien qu'ils puissent être amenés à donner leur avis sur les questions qui sous-tendent ces general warranties. D'une manière générale, les opérations de fonds de continuation nécessitent une attention renforcée du management du GP/sponsor tout en appelant à une implication modérée du management de l'actif cible.

Lucie Bocel : À condition qu'il n'y ait pas de Vendor Due Diligence (VDD). S'il y a des VDD, il n'y aura pas de qualification systématique des déclarations par la connaissance des vendeurs. C'est justement l'une des spécificités des fonds de continuation : contrairement à une transaction standard non secondaire, des VDD suffisent à assurer la transaction. Il n'y a pas besoin de Due Diligence Buy Side. Il est même possible d'assurer une opération secondaire sans rapports d'audit (ni VDD, ni buy side) – c'est dans cette hypothèse que les déclarations seront qualifiées par la connaissance des vendeurs. Les LPs ont à tout le moins intérêt à faire réaliser des due diligences sur les sujets couverts par les Excluded Obligations. Par principe exclus de la responsabilité du fond GP, ces Excluded Obligations deviennent assurables dès lors qu'une revue critique a été réalisée.



LES HYPOTHÈSES DE SORTIE

François Aguerre : Du côté des investisseurs secondaires, ces éléments d'expertise sont nécessaires et suffisants mais ils n'emportent pas notre conviction de réaliser une transaction. Dans notre esprit, tout est décidé en amont et il s'agit simplement d'avoir la meilleure exécution possible. Concernant la sortie, elle est bien évidemment anticipée en aval de l'opération. Notre préférence n'est pas nécessairement un fonds de continuation squared, mais l'essentiel pour nous consiste dans un alignement fort avec le gérant.

Concernant les CV-squared, peu d'entreprises peuvent sur le très long terme croître de 15 ou 20 % par an. Ils seront donc un petit pourcentage des premiers CV, qui sont eux-mêmes un petit pourcentage des sociétés en portefeuille pour toute l'industrie. Il est donc peu probable que cela soit un phénomène d'ampleur. Enfin pour les CV réalisés autour de grandes entreprises dites « trophy assets », qui seront donc a priori encore plus grandes *in fine*, il est probable que l'IPO sera la solution essentielle à la sortie. L'état actuel des marchés boursiers n'est pas engageant, les gérants devront rester très attentifs aux fenêtres d'opportunités pour ces actifs.

Barthélémy Grave : L'IPO me semble réservé à des actifs de grande taille. Hivest Capital Partners est un acteur du lowermid market. L'exit la plus probable pour nos actifs serait auprès de fonds uppermid. J'ai le sentiment que depuis quelques années, il y a de plus en plus d'actifs lowermid market qui sont placés dans des CV.

François Aguerre : Absolument. Qu'il s'agisse de buy-out ou de growth equity, les opérations secondaires se développent particulièrement sur ce segment de marché.

Benjamin Bignier : Les premiers fonds de continuation portant sur des actifs performants datent de 2019-2021 sur le marché français. Le terme d'un fonds de continuation est généralement de 5 à 7 ans, donc nous arrivons aujourd'hui au bout de ces premiers fonds de continuation.

Nous avons accompagné des clients sur des opérations CV-squared qui soulèvent un certain nombre de points d'attention. Il convient notamment pour le GP/sponsor de confirmer la pertinence de sa gestion pour continuer à accompagner la croissance d'un actif qu'il gère alors parfois depuis 8-10 ans (entre le premier fonds et le fonds de continuation) et qui a considérablement évolué en taille, stratégie, marché. Il me semble alors essentiel pour le GP/sponsor de bien présenter aux investisseurs la nouvelle thèse de croissance pour l'actif ainsi que les potentielles opportunités de sorties à terme.

Il est intéressant également de rappeler que, dans le cadre d'un fonds de continuation classique, les investisseurs du fonds vendeur ont investi dans un fonds blind pool sans connaître, au moment de leur investissement, les investissements qui allaient être faits par le fonds. Dans le cadre d'un fonds de continuation squared, les investisseurs du fonds vendeur (lui-même un CV) sont donc des investisseurs secondaires familiers des opérations de fonds de continuation, qui par ailleurs connaissent très bien l'actif cible de l'opération et auront souscrit à un business plan précis pour cet actif. Cela favorise la dynamique de ces opérations.

Alexis Veysset : Je souscris à votre analyse. Il convient de réfléchir au moment du (premier) CV à bien identifier les investisseurs qui sont les mieux placés pour accompagner l'entreprise en fonction de la trajectoire dans laquelle on s'inscrit.

Dans un fonds de continuation, le management porte un business plan structuré principalement autour d'initiatives organiques, contrairement à du M&A classique. Un fonds de continuation est finalement un instrument qui vient absorber la liquidité disponible dans un marché, qui du point de vue des valorisations, est un peu tendu. Mais l'ADN de base demeure : sauf exception l'entreprise n'aura pas une poche pour faire du M&A très transformant. Les investisseurs secondaires peuvent s'engager à offrir



20 à 25 % de l'equity initialement investi. Dans l'hypothèse d'une opération très transformante, l'entreprise sera obligée de sortir du cadre juridique initial du fonds de continuation pour la mener – le capital est cependant disponible pour de nombreux acteurs des fonds secondaires autorisant des opérations de taille significative. Les fonds de continuation sont, pour cette raison, des opérations plutôt adaptées à une frange de marché midcap et haut midcap. Dans les fonds de continuation, on constate une forte demande des fonds américains très intéressés par le marché européen. Ils sont déjà très structurés avec des fonds dédiés pour investir dans des fonds de continuation,

et sont habitués sur leur marché à des valorisations bien supérieures rendant le marché européen très attractif. Dans la discussion sur les LPs entrants, nous avons beaucoup interrogé les fonds américains pour comprendre ce qu'ils pourraient nous apporter en plus, notamment du point de vue de l'expansion géographique vers l'Amérique du Nord.

Benjamin Bignier : Nous ne pensons pas que la forme de ces opérations en limite nécessairement l'usage pour des opérations larges (+1md€), sur lesquelles nous accompagnons un certain nombre de nos clients, quoiqu'il puisse être plus complexe de lever le CV dans un contexte de portefeuille plus concentré, par exemple dans le cas d'un actif unique. L'une des pratiques que nous

Alexis Veysset : Pour ma part, je recommande tout de même de faire les mêmes VDD que dans les process traditionnels afin de donner une visibilité maximum aux acheteurs et de limiter les risques de mise en jeu de la responsabilité du management. C'est justement un point qui m'avait étonné dans notre opération puisque le volet VDD tax et juridique était bien plus léger que ce que j'avais pu constater dans des deals M&A précédents. Je ne suis pas certain que ce soit à l'avantage de qui que ce soit. Il convient de conduire sérieusement ces travaux de diligence pour que la connaissance soit unanimement partagée et que des tiers interviennent pour valider des points difficiles à élucider par le management, le GP actuel ou un lead investor à l'achat.

Nicola Di Giovanni : Ces opérations se situent à la croisée d'une levée de fonds et d'une opération de M&A, ce qui en fait un processus particulièrement exigeant. Dans le cadre d'un fonds de continuation, l'alignement entre le sponsor et les LPs n'est jamais présumé : il doit être construit. En ce sens, afin de purger les conflits d'intérêt et rendre l'opération attractive pour les LPs, il est essentiel de définir clairement la thèse d'investissement, de garantir un partage de l'information de qualité et une documentation répartissant clairement les risques.



BENJAMIN BIGNIER,
AVOCAT, KIRKLAND & ELLIS



FRANÇOIS AGUERRE,
VICE-PRÉSIDENT
DE FRANCE INVEST
ET CO-PRÉSIDENT
DU CLUB SECONDAIRE

avons pu observer pour apporter davantage de capital et créer de nouvelles synergies est d'ajouter l'investissement d'un consortium ou d'un flagship du GP/ sponsor à côté de celui du fonds de continuation. Cela permet également de limiter les risques de conflit d'intérêt mais nécessite de concilier des problématiques tripartites entre GP/sponsor, lead investor du fonds de continuation et le consortium/ flagship, avec

des intérêts alignés mais des conditions économiques d'investissement distinctes.

Thomas Forin : Le co-investissement constituait, au début, une piste de bonnes pratiques pour soutenir les valorisations. Mais désormais les banques réalisent des expertises indépendantes donc le besoin d'avoir des co-investisseurs s'amenuise.



QUEL AVENIR POUR CET OUTIL ?

Nathalie Duguay : Au regard de la croissance exponentielle des fonds de continuation et de l'adhésion des acteurs, je ne pense pas qu'ils soient un effet de mode. On commence même à avoir un peu de jurisprudence. Ce phénomène est appelé à durer.

Nicola Di Giovanni : Le marché français est entré dans une nouvelle phase, caractérisée par un écosystème plus mature, une base d'investisseurs résolument internationale et une influence croissante des standards anglo-saxons, qui ont contribué à professionnaliser les pratiques. Si auparavant il s'agissait de structurations opportunistes pour avoir un blind



THOMAS FORIN,
ASSOCIÉ, HFV

pool à vendre, aujourd'hui ce n'est plus le cas. Cet outil constitue véritablement une troisième voie de sortie sur les opérations.

Nathalie Duguay : Chaque opération est différente ce qui démontre que cet outil apporte énormément de flexibilité pour répondre à un besoin. Ce produit permet d'adresser de nombreuses situations.

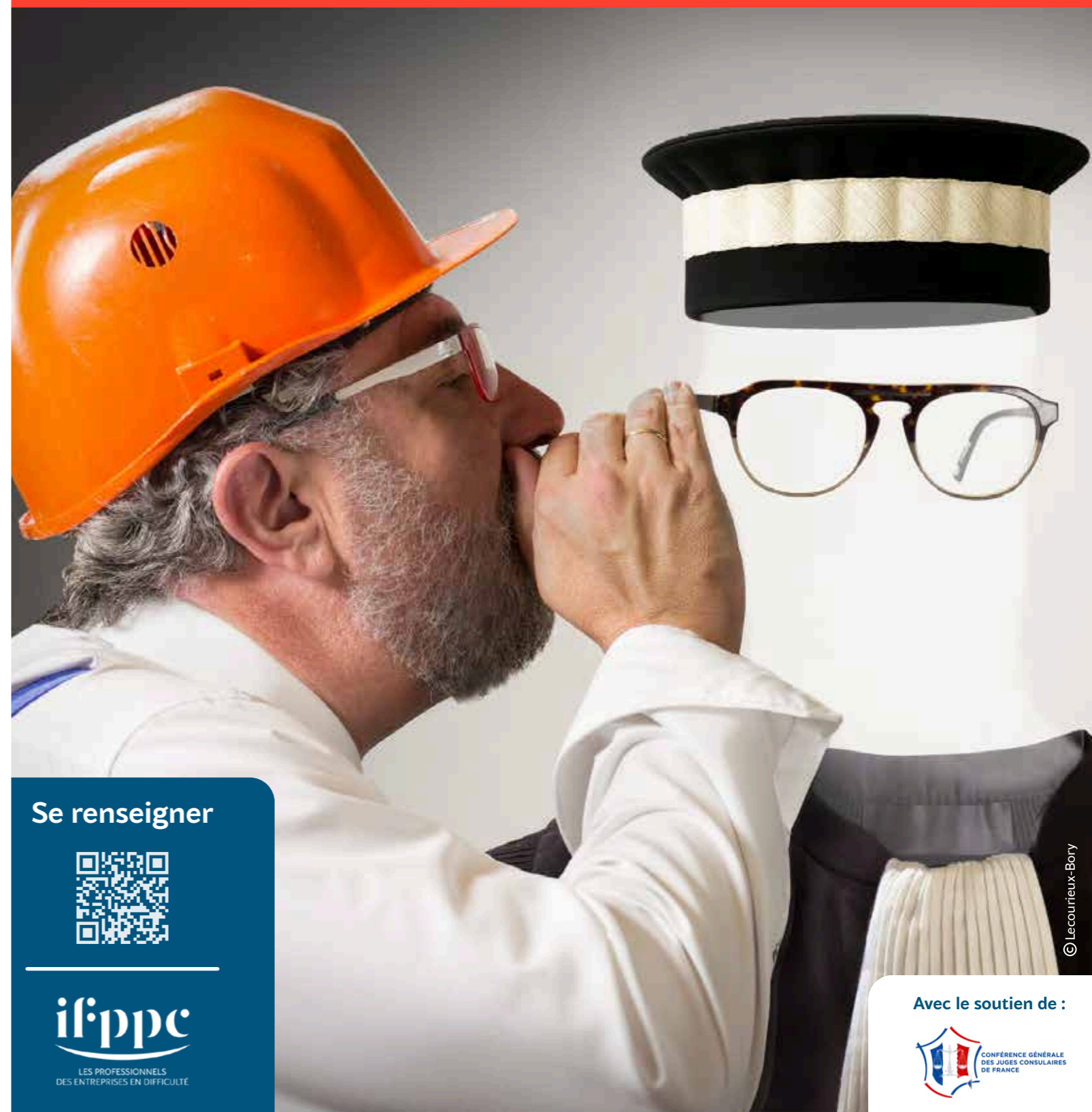
Nicola Di Giovanni : Tous les actifs ne sont en revanche pas éligibles à un fonds de continuation. La maturité de l'entreprise, sa stabilité opérationnelle et sa taille économique sont des critères à prendre en compte pour déterminer si l'opération est viable.

Thomas Forin : Il sera intéressant de constater l'effet sur les GPs, dans cinq à dix ans. Cet outil vient tout de même à l'inverse de la thèse de départ des LPs qui est de faire de l'investissement diversifié. On récompense non plus les chercheurs d'or mais ceux qui trouvent de l'or ! On accepte de se mettre en mono-asset parce qu'on pense ne plus avoir besoin du bénéfice de la gestion de portefeuille diversifié.

Nathalie Duguay : J'ai souvent eu des demandes des GPs, entre deux levées de fond, qui cherchaient du capital permanent. Cet outil permet de répondre à leurs attentes, mais il ne faudrait pas tomber dans l'excès. Je pense que les pratiques vont se stabiliser durant les prochaines années. Rendez-vous dans cinq ans !

Le Tribunal de Commerce sauve 70% des entreprises avec des mesures préventives.

C'est totalement confidentiel !



Se renseigner



ifppc
LES PROFESSIONNELS
DES ENTREPRISES EN DIFFICULTÉ

Avec le soutien de :



LE MAGAZINE DE LA CROISSANCE DES ENTREPRISES

NextStep

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



Des interviews croisées, des éclairages, des témoignages...

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



Pour le recevoir gracieusement, inscrivez-vous sur www.lja.fr