3 JUIN 2021

Chez Mayer Brown 10 avenue Hoche 75008 Paris

LES RENCONTRES D'EXPERTS

SPÉCIAL LBO

© Philippe Castaño

LE PRIVATE EQUITY
sort de la crise sanitaire renforcé

Réunis dans un grand cabinet d'avocats parisien, les experts du capital-investissement réunis par le Magazine des Affaires nous ont livré deux heures de débats passionnants. Levée de fonds, valorisation, transformation, digitalisation, performance, ESG ou encore relation avec les dirigeants : tous les thèmes clefs de la profession y ont été abordés sans langue de bois. Et avec l'enthousiasme de ceux qui pensent que le meilleur est encore à venir.

MDA : L'année 2020 a connu un vrai boom en fin d'année, et 2021 semble prendre une direction similaire. Quel est l'état du marché à la fin du mois de mai ?

Mathieu Wallich-Petit, KPMG : Le marché s'est intensifié depuis la reprise de septembre, c'est un constat de l'ensemble des acteurs.Je remarque même une accélération, qui s'explique par la saisonnalité de nos métiers, avec une période de mars à juillet très active qui illustre l'activité débordante des fonds sur des actifs et des projets de cessions.

MDA : Est-ce un retour à la normale, ou atteint-on de nouveaux records ?

Mathieu Wallich-Petit : C'est un niveau qui n'a jamais été atteint, avec de très beaux deals comme celui de KKR qui a été annoncé dernièrement pour 5,5 milliards d'euros.

Erwan Colder, PwC : Je suis en ligne avec ce qui vient d'être dit. Cela fait 25 ans que je fais du TS et je ne crois pas avoir déjà connu une année comme celle-ci. On a un niveau d'activité record à tel point qu'on a dû mettre en place des process internes pour sélectionner les dossiers. Je pense que c'est lié à un retour d'activité après la contraction de l'année dernière qui touche tous les segments d'activité. C'est la différence : pendant la crise et à la sortie de la crise, il y avait quelques secteurs qui étaient sur le marché, mais maintenant j'ai l'impression que tout le monde y va, même sur des secteurs compliqués.

Alban Neveux, Advention : Il y a un effet rattrapage, oui, mais cela donne parfois des situations un peu ubuesques avec une déferlante de dossiers dans certains secteurs, avec leurs acteurs principaux qui en font tous au même moment. C'est le cas dans le secteur dentaire par exemple. Ça crée une situation d'engorgement.

Régis Lamarche, Meeschaert Capital Partners : Il s'agit d'une euphorie sur quelques secteurs, dont la santé et la tech, qui font rêver tous les investisseurs. Dans certains secteurs, de nombreuses opérations sont aussi portées par des effets d'aubaine, la concurrence sur chaque nouveau dossier étant alimentée par les candidats malheureux des deals précédents. C'est une vraie dynamique qui explique aussi en partie l'augmentation des offres préemptives.

David Robin, Andera Partners : Au-delà de l'effet rattrapage post 2020 et l'élargissement du marché avec l'arrivée de nouveaux compétiteurs sur certains segments, la tension actuelle sur notre écosystème est également dû à l'accroissement de l'intensité concurrentielle. Avant, quand on faisait un deal en quatre ou cinq mois, on pouvait lisser la charge de l'équipe entre différents dossiers à des stade de maturité différents. Actuellement, les process se font en quelques semaines, et cela demande de mettre beaucoup de tension sur les conseils et les équipes.

Mathieu Wallich-Petit : C'est plutôt une bonne nouvelle.

Bertrand Thimonier, Adviso Partners : Mais la tension qu'il y a sur les équipes est aussi liée à la professionnalisation à outrance de notre environnement professionnel, qui vous sollicite de plus en plus en demandant des délais d'exécution de plus en plus courts. Je ne crois pas qu'il y ait encore de process qui aille jusqu'à son terme.

Erwan Colder : C'est intéressant parce qu' en effet il y a eu des deals qui se sont fait très rapidement, mais il y aussi des opérations qui ont pris beaucoup de temps ! J'ai travaillé sur le dossier Cémoi, par exemple, et cela a mis beaucoup de temps sans pour autant être massivement plus complexe qu'une autre opération. La différence se fait surtout dans la nature des opérations je pense, parce qu'il y a beaucoup de secondaire et de tertiaire sur le marché français et donc que les actifs sont déjà connus. Si les gens ont raté la vente la dernière fois, ils suivent probablement l'actif depuis des années et peuvent se positionner très vite. Après je suis d'accord, il y a un changement dans l'organisation des process. On a de plus en plus tendance à frontloader la majorité des informations, à faire passer des VDD dès les premiers tours… Tout se fait en amont pour avoir les offres les plus fermes possibles dès le début ou bien pour susciter des acquisitions préemptives. Et donc j'imagine que c'est lié à une question d'arbitrage des investissements. Sur un autre point, je fais aussi le constat que la dynamique de LBO Large et Mid depuis un an s'est diffusée en un temps record sur le small cap et les deals primaires. C'est là je pense que le marché est vraiment bluffant.

Boris Podevin

- Boris a rejoint Qualium Investissement en juin 2008.
- Boris avait précédemment 10 ans d'expérience dans les financements d'acquisition. Après avoir débuté sa carrière au sein du département Financements Structurés de la banque Worms, il a rejoint Crédit Lyonnais Private Equity où il a participé à la création du fonds Mezzanis. En 2003, il évolue à Londres au sein de Mizuho puis Morgan Stanley en charge de l'origination des financements d'acquisition et corporate en France.

MDA : Le segment est-il encore épargné au niveau des valorisations ?

Erwan Colder : Ce qui était vrai il y a encore un an et demi n'est plus d'actualité du fait de l'intensité concurrentielle.

MDA : 2020 était cependant une année atypique.

Bertrand Thimonier : Sur ce point Alban et moi nous sommes intéressés à la compréhension du marché régional en France. L'année dernière le marché du M&A a diminué globalement de -7% sur la période 2019-2021 alors qu'il avait progressé en taux de croissance annuel moyen de 15% sur la période 2015-2018. Sur la seule année 2020 où l'économie a encaissé le choc du confinement, le marché a baissé de -11,3%. C'est finalement un très bon chiffre compte tenu de l'énorme coup de froid qui avait tout stoppé entre mars et juin 2020.

> **"La crise a provoqué un réveil chez des dirigeants qui sont en situation primaire et qui se sentent parfois un peu esseulés et qui constatent qu'aujourd'hui c'est le moment de se lancer pour peu que leur activité ait été résiliente. Cela permet de faire jouer plusieurs stratégies de consolidation de marché."**
>
> *Boris Podevin*

Alban Neveux : Et le small cap a extrêmement bien tenu. En termes de nombre d'opérations, le segment était particulièrement résilient.

Erwan Colder : C'est un segment qui est moins dépendant des sources de financement, ce n'est donc pas surprenant qu'il ait mieux tenu au cours de la crise. De manière générale la profondeur de marché est là, il y a beaucoup de nouveaux entrants sur le marché avec la montée en grade des fonds d'investissements.

Bertrand Thimonier : On le voit bien dans nos métiers, puisque nous devons référencer toutes les sociétés en France, de les rencontrer et de les professionnaliser pour notre industrie. Sur le segment Smid qui nous intéresse, des régions ont tiré leur épingle du jeu en étant portées par les services informatiques et les secteurs de la santé : la Région Grand Est a fait

+22%, la Région Ouest a fait +12% et la Région Sud-Ouest a fait +9%. Par ailleurs, les entreprises qui avaient des clients partout dans le monde ont été portées par la reprise de l'activité en Asie au moment où l'Europe était confinée. A l'inverse, les régions Île-de-France (-9%) et Sud-Est (-16%), qui représentent respectivement 1/3 et 1/6 du marché, ont connu la plus forte baisse des transactions.

Alban Neveux : Ce qui est assez compliqué en France puisque comparé au marché anglais, le marché français est très porté sur le secondaire. C'est un vrai problème qui pose un problème de renouvellement et qui n'est pas forcément le plus sain. Et je pense qu'aujourd'hui la montée du small cap est aussi une réponse à ce manque d'opérations primaires.

MDA : Mais le large cap change aussi. On voit par exemple une vingtaine de carve-out en cours au sein du CAC 40.

Mathieu Wallich-Petit : Ces opérations n'iront pas forcément vers du Private Equity. Les investissements se multiplient, y compris en bourse avec la montée en puissance des SPAC. Ce sont très clairement des concurrents des fonds sur ce genre d'opérations.

Erwan Colder : Je suis d'accord, mais après les conditions dans lesquelles ces véhicules opèrent font qu'il ne s'agit pas de concurrence frontale. C'est compliqué de participer à des enchères, par exemple. Au contraire, je vois même plus cela comme une option de sortie supplémentaire pour les fonds, et ce d'autant que la durée d'investissement d'un SPAC est assez limitée.

Boris Podevin, Qualium : C'est vrai qu'on n'a pas encore été confronté à eux dans des process, mais je pense que cela va arriver à un moment ou un autre. Mais ce sont des acteurs à surveiller. Personnellement une grosse partie de l'activité du marché vient pour moi de sujets de croissance externe, à tel point qu'on a eu des refus de contrat pour overstaffing avec certains prestataires, comme cela était évoqué un peu plus tôt. Le marché est très actif et il y a encore des initiatives très fortes de la part de certains acteurs qui n'hésitent à venir toquer à la porte pour faire l'acquisition d'actifs qui n'étaient pas prévus à la vente. Ca nous est arrivés sur la cession du groupe Safti à la suite de notre process sur IAD : comme Régis l'évoquait, il y a un appétit qui se crée chez les perdants d'un process pour faire une opération et c'est un vrai trait de caractère du marché qui crée du volume. Cela existait auparavant, bien sûr, mais aujourd'hui c'est beaucoup plus intense.

Régis Lamarche : C'est le signe que le marché se polarise vraiment. Il y a d'un côté des sociétés qui sont connues de toutes les équipes de PE, avec des valorisations élevées et en conséquence des tensions sur les rendements. De l'autre côté du spectre se trouvent des dossiers primaires, plus imparfaits, mais sur lesquels les perspectives de rendements sont supérieures. Une des évolutions actuelles du marché sur ces dossiers primaires est l'accélération des process. Alors qu'historiquement les équipes de PE disposaient de temps pour en faire l'analyse et se forger une conviction, les processus de cession se sont fortement accélérés, avec quatre semaines pour faire une offre indicative sur des sociétés, qui, dans la plupart des cas, ne sont pas suffisamment structurées pour fournir les éléments analytiques nécessaires. Dans ce contexte, les prises de décision d'investir sont plus compliquées et

l'enjeu pour les équipes de PE est d'identifier les sociétés en amont des process afin d'avoir suffisamment de temps pour se forger une conviction solide.

Alban Neveux : Ce qui est frappant depuis un an, c'est que les corporates alimentent le marché parce qu'ils ont non seulement remis en cause leurs stratégies de développement mais aussi leur approche M&A en cession et en acquisition. Et donc il y a des revues de portefeuilles et on voit enfin un travail actif du portefeuille, que les groupes français faisaient moins que les groupes anglo-saxons. C'est quelque chose de plus sain pour le marché et qui devrait se matérialiser dans les prochains mois.

Erwan Colder : C'est un effet de report après 2020 : la majorité des groupes industriels ont terminé l'arbitrage de leur portefeuille mais n'ont pas encore forcément acté leur transformation à travers des build-ups et des cessions.

Boris Podevin : La crise a aussi provoqué un réveil chez des dirigeants qui sont en situation primaire et qui se sentent parfois un peu esseulés et qui constatent qu'aujourd'hui c'est le moment de se lancer pour peu que leur activité ait été résiliente. Cela permet de faire jouer plusieurs stratégies de consolidation de marché de notre côté. Et donc aujourd'hui je perçois une appétence plus forte pour le Private Equity chez les dirigeants, là où avant la décision prenait plus de temps. On a ainsi des build-ups en cours où nous ne pensons pas que le dirigeant serait venu nous voir avant la crise.

Bertrand Thimonier : C'est exactement ça. Chez nous on observe un nombre de leads en augmentation sur ce genre de thématiques depuis la fin du second confinement. D'un coup le Private Equity n'est plus vu comme un danger financier pour la structure mais une aide pour se déployer et motiver les entreprises.

Alban Neveux : Il est vrai que l'image du private equity a été sensiblement améliorée par la crise puisque dans l'ensemble les fonds ont plutôt bien réagi et sont venus soutenir leurs participations, et la presse s'en est fait écho, et donc les dirigeants ont pu voir ça chez leurs concurrents.

Régis Lamarche : Avec la crise, les dirigeants d'entreprises sont aussi confrontés à une accélération des prises de décisions, que ce soit pour réaliser un build-up, développer une nouvelle ligne de produits ou développer leurs entreprises à l'international. Il y a chez eux une réflexion pour accélérer les plans de développement, la digitalisation et l'internationalisation et de fait le Private Equity devient plus qu'un pourvoyeur de fonds par l'expertise et les réseaux qu'il peut amener dans ces domaines.

Mathieu Wallich-Petit : Ce qui m'interpelle c'est l'absence de prédictibilité de la situation actuelle : c'est que ce que nous vivons aujourd'hui était impossible à affirmer il y a 9 mois. On anticipait plutôt une vague de restructurations, et rétrospectivement nous pouvons expliquer pourquoi elle n'a pas encore eu lieu. mais il faut garder en tête le fait que nous sommes encore dans un monde où il est très difficile de faire des prédictions, mis à part dans quelques secteurs privilégiés. Il est difficile d'anticiper des tendances avec certitude, à l'exception de certains secteurs. Quels sont ceux qui conserveront une décote structurelle permanente, et à l'inverse est-ce que les secteurs résilients vont garder une surprime naturelle ? Les mois à venir seront à ce titre très intéressants.

Régis Lamarche

➤ Régis bénéficie de plus de 25 ans d'expérience en Capital Investissement. Il a commencé sa carrière en tant qu'auditeur au sein du cabinet Arthur Andersen. Il se tourne ensuite vers le monde du Capital Investissement en intégrant l'équipe de Charterhouse, avant de rejoindre 21 Centrale Partners. Il participe à son développement pendant 12 ans, avant de créer, la société de gestion Women Equity Partners.

➤ Il rejoint ensuite Capital Croissance dont il a été cofondateur et codirigeant pendant 6 ans.

➤ Régis est diplômé de Kedge Bordeaux.

MDA : C'est vrai que la santé et la tech ont été les grands sujets de conversation de 2020, mais on commence à voir aussi des deals plus classiques revenir sur le marché. Alors que faut-il faire en tant qu'investisseur ?

Régis Lamarche : Je pense que nous avons tous été marqués par la crise de 2008, et qu'il y a eu une anticipation sur l'état du marché post-crise à l'identique de 2008. Mais avec le recul, je trouve qu'il n'y a pas tant de secteurs que cela qui aient été sévèrement touchés. Certains ont incontestablement souffert de l'accélération de facteurs cycliques, comme l'aéronautique. Mais aujourd'hui nous voyons aussi beaucoup d'opérations sur le marché qui ne sont pas liées à l'environnement technologique : ainsi de l'éducation, des piscines ou encore de l'agroalimentaire.

Mathieu Wallich-Petit : Mais on ne disait pas la même chose en avril 2020. Le marché n'était pas optimiste.

Régis Lamarche : C'est exact mais nous avons tous fait des deals en 2020. En 2008 nous n'avions rien.

Mathieu Wallich-Petit : C'est ce qui nous a tous surpris. Les scénarios

> **''Il y a une réflexion pour accélérer les plans de développement, la digitalisation et l'internationalisation et de fait le Private Equity devient plus qu'un pourvoyeur de fonds par l'expertise et les réseaux qu'il peut amener dans ces domaines.''**
>
> *Régis Lamarche*

n'ont fait qu'évoluer entre avril 2020, septembre 2020 et même maintenant.

Alban Neveux : C'est vrai que l'image qu'on a du marché n'a pas arrêté de changer chaque trimestre. En 2008 on pensait que le Private Equity était mort ! Bien sûr ce n'est plus le même PE aujourd'hui : il est plus gros, que professionnel, plus diversifié et il a trouvé sa place dans l'écosystème financier. Après il y a un tel filtre sur les entreprises du Private Equity qu'il est quasi-normal qu'elles surperforment le reste de l'écosystème, on ne prend que la crème de la crème, et cela a été ressenti pendant la crise par les dirigeants qui avaient un soutien psychologique du fait de la présence des fonds au capital. De notre côté, nous avons continué à investir pendant la crise, d'autant que quelques opportunités étaient apparues et on s'attendait à ce que cela remonte post-crise. Mais il était difficile de savoir de combien cela allait rebondir.

MDA : Donc pour vous une année quasi-normale ? C'est aussi le cas chez Meeschaert ?

Régis Lamarche : Oui. Nous avons été actifs et avons réalisé 2 investissements, l'un dans les dispositifs médicaux anti-escarres avec le groupe Syst'am et l'autre dans la cybersécurité, avec la société Formind.

Olivier Aubouin : 2020 a été une

David Robin

➤ David Robin a rejoint Andera Partners en avril 2015 en qualité d'Associé pour co-diriger l'activité Small Caps. Il a démarré sa carrière chez BNP PARIBAS comme analyste au sein de l'équipe M&A.

➤ Il rejoint TCR Capital à sa création en 1997 en tant que Chargé d'Affaires Senior. Il sera promu Directeur en 2001, Directeur Associé en 2005 puis Associé et membre du directoire en qualité de DG Adjoint en 2007. Au cours de ses 18 années, David a participé au développement d'une société de gestion qui a vu ses encours sous gestion passer de 80 M€ à 350 M€ et son équipe de 5 à 12 personnes. Il a ainsi participé à la levée de 3 fonds, au lancement d'une activité Small Caps et a réalisé plus d'une quinzaine d'opérations pour un volume d'investissements cumulé de plus de 200 M€.David est diplômé d'une MSG et un mastère d'ingénierie financière à l'EM Lyon.

année normale mais sur laquelle il faut amputer trois mois d'activité qui ont été décalés à 2021. On l'a ressenti de notre petit prisme parce que d'habitude, le premier trimestre est assez calme en janvier-février, mais là on a jamais autant travaillé sur cette période de l'année, avec tout ce qui n'avait pas été clos en décembre.

David Robin : Toutes nos équipes ont continué d'investir et in fine 2020 sera une année quasi stable en volume de transactions.

Mathieu Wallich-Petit : On voit bien que les prix augmentent, même le CAC 40 a dépassé son niveau de 2008. On est à deux doigts des années 2000 et on sait tous que le ruissellement du QE aide beaucoup l'écosystème. Mais à quel moment la musique va-t-elle s'arrêter ?

David Robin : Dès lors qu'il y a un consensus de marché de tous les acteurs sur la hausse des prix, c'est là que réside le risque, puisque par définition une bulle n'est pas prévisible. Rationnellement on peut tout expliquer : l'épargne qui n'a pas été placée sur les actifs traditionnels et qui est reportée sur notre classe d'actifs, l'afflux de liquidité provoqué par les différents plans de relance

> **''on se pose toujours la question de savoir comment on va pouvoir consolider notre socle de valeur si cela ne se retourne pas comme il faut au moment de la sortie. Il faut qu'on puisse valider et préempter un multiple.''**
>
> *David Robin*

gouvernementaux notamment au US… Pour autant, les prédictions et anticipations de 2020 n'ont pas vraiment été les meilleures…

Alban Neveux : Cela rappelle 2007.

Boris Podevin : Sur des temps quand même plus longs.

Alban Neveux : Mais c'était le même état d'esprit.

Mathieu Wallich-Petit : Mais en 2010 tout était effacé.

David Robin : C'est vrai que la performance post 2010 a été très forte, et je pense que c'est une leçon qui a été tirée de cette crise, d'où le fait que beaucoup plus de fonds ont essayé d'investir pendant la crise.

Alban Neveux : Oui, je pense que c'est le plus efficient d'Europe continentale en termes de rationalité et de comportement des acteurs pour traiter les créneaux du smid cap. Aujourd'hui notre écosystème est très riche.

Régis Lamarche : Une autre différence est que la dette ne s'est pas arrêtée. Les leviers sont toujours très élevés si l'on regarde les montants qui sont mis sur certaines opérations récentes. Par ailleurs, le professionnalisme des équipes de Private Equity s'est fortement renforcé entre 2008 et 2020. Elles sont aujourd'hui mieux outillées et expérimentées pour accompagner les dirigeants à traverser la crise, aider

les entreprises à se transformer ou encore faire des build-ups. Et il n'y pas de recette miracle. Au regard des multiples de valorisation élevés, nous regardons tous notre capacité à créer une valeur stratégique pérenne des entreprises que nous étudions. C'est cette dernière qui peut compenser pour tout ou partie une baisse éventuelle des multiples de marché au moment de la sortie. Nous sommes tous confrontés à cette même question, même si nous pouvons y répondre de manière différente. Notre enjeu est d'identifier comment transformer l'entreprise pour que, d'ici cinq ans, elle

puisse notamment intéresser les acteurs du mid cap. Et donc il y a des étapes à franchir, des cases à cocher et des dirigeants à coacher.

MDA : Mais on reste sur des build-ups, de l'internationalisation, de la digitalisation ?

Régis Lamarche : Ce sont toujours les recettes habituelles, oui, mais exécutées à une vitesse inhabituelle. Aujourd'hui notre conviction est que si le dirigeant que nous accompagne ne déploie pas sa stratégie dans un court laps de temps, ce sont ces concurrents qui le feront et préempteront les opportunités.

Alban Neveux : Et puis comme il y a de plus en plus de préemptives, les fonds travaillent beaucoup plus en amont le package de stratégie de transformation, ce qui fait que dès le lendemain de l'acquisition les coups à jouer dans les trois semaines qui suivent sont déjà en place. On l'a vu sur un dossier d'Apax où il y a eu trois acquisitions dans la semaine après la signature ! Et là le multiple devient un peu moins paniquant.

David Robin : Je rejoins Régis. Lorsque nous sommes agressifs à l'achat, on se pose toujours la question de savoir comment on va pouvoir consolider notre socle de valeur si le BP n'est pas réalisé et préserver le niveau de valorisation de l'actif par un travail sur la société.. Le marché étant ultra professionnel et concurrentiel, la différence se fait dorénavant sur le niveau d'exécution des équipes. Tous les acteurs ont les mêmes leviers de création de valeur et d'ailleurs, c'est délicat de se démarquer auprès des LP sur cet aspect, mais l'important c'est la qualité d'exécution et la capacité des équipes à maintenir cet impact de manière homogène dans le temps sur l'ensemble de leur portefeuille. Nos process s'industrialisent.

MDA : Donc le secret c'est de staffer les équipes ?

David Robin : A mon sens notre business model va changer dans la mesure où nous allons tous être obligés d'élargir les équipes, ce qui va renforcer les tensions existantes sur la rétention des personnes, pour des raisons purement volumétriques. Le nombre de professionnels disponibles sur la partie senior n'a pas suivi la croissance du marché et il y a de vraies tensions - sans compter le sujet de la féminisation des équipes qui crée un marché dans le marché. Mais l'augmentation de la taille des équipes est inévitable selon moi.

Bertrand Thimonier : Dans ce qu'a dit David, il est vrai que les investisseurs financiers sont très défensifs sur les valorisations, préférant payer cher un actif dont ils sont certains que les choses vont bien se passer à terme. Sur le second point des process qui se font en un mois, je ne suis pas d'accord. La réalité c'est que les équipes ont commencé beaucoup plus tôt : les secteurs sont identifiés, on est aussi dans une organisation distancielle qui demande d'anticiper certaines tâches et donne l'impression que tout est fait plus vite.

Alban Neveux : Un autre phénomène assez discret est l'arrivée d'une foule d'acteurs anglo-saxons sur le marché français alors qu'ils n'étaient pas présents il y a encore deux ans. Aujourd'hui nous sommes sollicités par des gens dont nous n'avions jamais entendu parler et qui sont soit très petits soit énormes et qui sont en train de regarder des tonnes de dossiers en France, y compris dans le small cap et du smid cap français.

MDA : Ce sont des fonds sectoriels ?

Alban Neveux : Il y a des généralistes comme des fonds spécialisés, mais dites-vous qu'on ne les voient même pas facialement, pour vous dire l'intensité de la concurrence sur le marché dont parlait David tout à l'heure.

Mathieu Wallich-Petit : Mais même au sein des investisseurs on voit des choses qui sont en train de bouger. Prenez l'infrastructure par exemple : c'était très focalisé sur des actifs purement infrastructure, mais maintenant il y a des investissements dans les crèches, dans la santé… Alors oui cela donne de très belles sorties, mais cela contribue aussi à faire monter les valorisations.

Erwan Colder : C'est vrai et je pense qu'il y a aussi une volonté d'avoir une option en payant plus cher avec plus de risques parce qu'il y a de vraies opportunités qui, du fait de l'intensité concurrentielle du moment, seront moins risquées à la sortie qu'on le pense parce qu'il y aura plus d'acteurs sur le marché qu'aujourd'hui. Cela reste un pari, mais c'est une option.

Alban Neveux : Cela rejoint ce mouvement des acteurs de l'infra concurrentiel, qui n'est pas physique, qui offre une utilité complémentaire énorme parce qu'ils n'ont pas les mêmes métriques.

Régis Lamarche : Mais c'est une concurrence que nous avons déjà sur certains actifs offrant une très forte visibilité de leurs activités. Sur ces dossiers, certains investisseurs à très long terme peuvent proposer des structurations différentes avec des objectifs de rendement plus bas. De notre côté, nous nous devons de délivrer à nos souscripteurs un niveau de TRI plus élevé, ce qui pousse à aller sur des actifs plus compliqués que nous devons transformer.

Bertrand Thimonier : Les temps changent. Après l'impact et le Growth,

Olivier Aubouin

➤ Olivier Aubouin est associé dans le département Corporate & Securities de Mayer Brown à Paris. Olivier intervient en matière de fusions-acquisitions et de pratiques transactionnelles dans le cadre d'opérations de leveraged buy out dans un grand nombre de secteurs industriels et financiers. Son expérience couvre aussi le droit boursier et les marchés de capitaux.

➤ Olivier conseille une clientèle composée de sociétés et de fonds d'investissement à l'occasion de leurs prises de participation dans des sociétés cotées ou non cotées ainsi que dans le suivi de leurs investissements. Il a notamment acquis une expérience importante en matière d'opérations de retrait de cote. Olivier intervient également auprès de sociétés industrielles françaises ou étrangères, et plus particulièrement auprès de sociétés cotées, dans leurs opérations d'acquisition, d'offres publiques, de rapprochement ou d'émission de titres. Olivier est régulièrement distingué par Legal 500.

on envisage nous aussi de développer une activité infra dans le smid, parce que c'est mécanique et parce que dans 3 à 5 ans ce sujet sera incontournable et il faut être en amont.

David Robin : C'est un élément de liquidité supplémentaire dans le marché pour les fonds LBO qu'il ne faut pas mettre de côté. Les segmentations sont de plus en plus poreuses sur certains secteurs/actifs.

MDA : Boris, vous-êtes confrontés à la concurrence de l'infra ?

Boris Podevin : Pas du tout. Nous avons été très concentrés sur les activités de services sur notre dernier fonds. On a fait trois opérations en 2020, dont un build-up structurant qui a nécessité un apport en capital, et deux opérations qui ont été closées début 2021. Donc c'est un rythme assez classique, si l'on revient à la discussion qu'on a pu avoir tout à l'heure. On a également fait la cession d'IMV en sortie partielle. Mais du fait de ce focus on a pas été face à cette problématique des fonds d'infrastructure.

MDA : Il y a aussi des cessions chez Meeschaert ?

> **''Le premier trimestre est d'habitude assez calme en janvier-février, mais là on a jamais autant travaillé sur cette période de l'année, avec tout ce qui n'avait pas été clos en décembre. ''**
>
> *Olivier Aubouin*

Régis Lamarche : Non, nous nous sommes consacrés à travailler sur les sociétés de notre portefeuille et à saisir les opportunités qu'il pouvait y avoir sur le marché. Mais il est vrai qu'il est agréable d'être vendeur aujourd'hui : les acheteurs viennent toquer d'eux-mêmes à la porte quand les actifs sont mûrs, qu'il s'agisse de boutiques M&A ou d'investisseurs.

Bertrand Thimonier : Agréable mais il ne faut pas les rater, parce qu'il y a de vraies tensions sur les gros actifs. Ce sont des suivis qui doivent être bien préparés en amont.

David Robin : Il faut effectivement différencier les segments de marché, , par nature les sociétés plus importantes ont eu un rebond plus rapide et le marché des deals mid caps a réagi plus rapidement que le small cap qui suit maintenant la même trajectoire.

MDA : Vous avez de l'infra d'ailleurs désormais.

David Robin : Effectivement, nous avons recruté une nouvelle équipe qui démarre la levée d' un fonds d'infrastructure à impact. Nous avons dorénavant 5 équipes et accompagnons

Alban Neveux

➤ Alban Neveux est le directeur général du groupe Advention Business Partners présent à l'international avec ses bureaux en propre à New York, Shanghai, Dubaï, Londres et Paris.

➤ Son expérience professionnelle comprend vingt années de conseil en stratégie à l'échelle internationale. Il intervient sur les stratégies de croissance, les programmes de création de valeur, les fusions et acquisitions, l'intégration post-acquisition , les changements organisationnels et les enjeux de retournement, à la fois pour de grands groupes internationaux ainsi que pour des entreprises. de taille intermédiaires. Il conseille également de nombreux fonds d'investissement sur du large cap, du mid cap et du small cap.

➤ L'expérience sectorielle d'Alban comprend notamment la consommation, la distribution, les services aux entreprises, la santé, le digital, la technologie ainsi que l'industrie.

environ 100 sociétés, ce qui nous permet d'assurer des niveaux de liquidité quelque-soit les cycles.

Alban Neveux : D'ailleurs, puisque que l'on est sur le sujet des structures un peu différentes, un phénomène que je trouve fascinant et qui se développe beaucoup, c'est les sponsorless.

David Robin : Le contexte de marché actuel est extrêmement favorable pour ces fonds, parce qu'ils sont déconnectés de la valorisation, pour eux c'est totalement indolore d'autant qu'on est généralement face à des équipes de management totalement aguerris et des sociétés très matures. Quand une équipe a déjà fait son 3eme ou 4eme LBO, elle n'a plus besoin du même niveau d'accompagnement de son partenaire. Pour ces acteurs le sponsorless peut être une excellente solution.

MDA : Alban, où en est-on des plans de transformation digitale ? J'ai cru comprendre que tout s'était accéléré et que la mise en place des outils digitaux était terminée et qu'on était plus passé à la gestion de la data. Il y a une prime à la maturité digitale ?

> **''Ce qui est frappant depuis un an, c'est que les corporates alimentent le marché parce qu'ils ont non seulement remis en cause leurs stratégies de développement mais aussi leur approche M&A en cession et en acquisition.''**
>
> *Alban Neveux*

Alban Neveux : En fait, le vrai chapeau est celui de la transformation. Regardez la vitesse à laquelle notre propre secteur évolue. Les entreprises vivent la même chose au niveau de leur environnement sectoriel, et doivent se transformer à travers différents moyens, dont le digital n'est qu'une facette. C'est la transformation qui est le maître mot du moment.

Mathieu Wallich-Petit : La crise a accéléré de nombreux phénomènes, y compris l'adoption de certains aspects de la transformation digitale.

Alban Neveux : Mais je veux dire qu'en général on a jamais eu autant de projets de stratégie, qu'il s'agisse de digital, de déploiement international, de supply chain ou de renforcement industriel. Il y a une déferlante de projets positifs et on ne peut pas réduire ça au digital. C'était des sujets qui étaient tous évoqués depuis des années et là, face au précipice, ils se sont dit qu'il fallait y aller. Est-ce que les sujets de déglobalisation sont nouveaux ? Pas du tout ! C'était déjà très étudié lorsque Trump avait commencé sa guerre des tarifs avec la Chine et la

Bertrand Thimonier

➤ Bertrand Thimonier est le président fondateur d'Adviso Partners. Passionné par les PME-ETI, les entrepreneurs et leurs projets de développement, il intègre la structure Private Equity du Crédit Agricole.

➤ Pendant 10 ans, il apporte son expérience à Sodica CF ce qui lui permet de développer sa double vision: celle d'investisseur financier et celle de conseil en M&A. Animé d'une dimension entrepreunariale, il crée Adviso Partners en 2015 pour vivre ce que vivent ses clients. Son ambition sera toujours de créer de la valeur pour les entreprises et les hommes qui les composent.

➤ Bertrand ouvre 5 bureaux Adviso Partners en France et recrute d'excellents talents pour offrir les meilleurs conseils à ses clients et l'accompagner dans la croissance de l'entreprise.

crise a juste rajouté un coup qui a poussé les entreprises à y aller franco, et cette impulsion continue encore aujourd'hui, que ce soit chez les PME que dans des grands groupes du CAC 40.

Mathieu Wallich-Petit : Cela se voit aussi dans la bascule au sein des équipes et les nouvelles manières de travailler qui se sont développées avec le télétravail. C'est un thème qui doit faire partie de la transformation digitale des entreprises.

Bertrand Thimonier : D'ailleurs il y a une étude de Stanford qui a montré que le télétravail avait amélioré la productivité des entreprises de 5% en moyenne. L'impact du fonctionnement prolongé en mode distanciel a opéré une forte prise de conscience d'un besoin accéléré de numérisation alors que la France était dans le bas du classement des pays européens en matière de transition numérique. Prise de conscience majeure de secteurs traditionnellement éloignés de la tech comme la restauration par exemple d'un besoin vital de numérisation et d'une chaîne logistique adaptée.

> **"L'impact du fonctionnement prolongé en mode distanciel a opéré une forte prise de conscience d'un besoin accéléré de numérisation alors que la France était dans le bas du classement des pays européens en matière de transition numérique."**
>
> *Bertrand Thimonier*

Erwan Colder : Pour moi c'est encore différent. Avant, on avait l'habitude de penser en crantant des évolutions. Moi je note que c'est plutôt sinusoïdal : le télétravail était naturel, mais maintenant on s'interroge moins sur la question du télétravail que sur la dose de télétravail à mettre en place et les conséquences en terme de durabilité de l'environnement de travail.

Bertrand Thimonier : En interne, je me dis même que le télétravail n'est pas ESG: il y a une porosité importante entre la vie personnelle et la vie professionnelle de nos équipes et donc des situations familiales à gérer sur lesquelles nous devons rester vigilants.

Mathieu Wallich-Petit : C'est surtout qu'il nous faut réapprendre à travailler dans un nouvel environnement, qui interroge notre équilibre. Je vais vous donner l'exemple de KPMG : nous avons un maillage territorial important en France avec 220 bureaux, qui est une force formidable et qui permettra d'offrir des développements de carrière différents, et la possibilité pour nos équipes de travailler sur l'ensemble du territoire, auprès de bureaux de rattachement à proximité. C'est une souplesse formidable à proposer à nos talents.

MDA : C'est un bon argument de recrutement.

Mathieu Wallich-Petit

➤ Membre du Comité Exécutif de KPMG France en charge des Clients & Marchés. Au cours des 18 dernières années, Mathieu a conseillé à la fois des fonds d'investissement et de grands groupes internationaux dans le cadre de leurs opérations en France et à l'étranger. Récemment, il est intervenu sur l'acquisition de l'activité oncologie de Shire par Servier, l'acquisition de Kiloutou par HLD Groupe, l'acquisition de Showroomprive.com par Conforama ou encore l'acquisition d'ADB Safegate par Carlyle. L'équipe Transaction Services de KPMG est composée de 300 personnes à Paris et de relais régionaux au travers des 220 bureaux en province afin d'être au plus près des réalités économiques des clients. L'équipe intervient à toutes les étapes de la transaction : dues diligences financière, ESG, EHS ou e-réputation à l'acquisition ou à la cession, assistance dans le cadre d'OPA, enjeux comptables et financiers de la transaction.

Mathieu Wallich-Petit : C'est une opportunité de réfléchir aux modèles de demain. Nous ne reviendrons pas au point de départ.

Régis Lamarche : Il faut séparer l'univers des grands groupes de celui des PME. Au sein des PME, tant en région qu'en Île-de-France les salariés ont réintégré très vite leurs entreprises après la première période de confinement. Il y a une ainsi une forte différence selon la taille d'entreprise. Je pense d'ailleurs que cela pourrait poser à un moment des questions sur un plan sociétal. La crise sanitaire est effectivement une opportunité pour réorganiser le travail , mais il faut intégrer que cela ne peut se faire à la même vitesse pour toutes les entreprises.

MDA : Les équipes étaient fatiguées également ?

Régis Lamarche : Elles ont été surtout frustrées car nous ne pouvions plus rencontrer de dirigeants pour discuter de leurs projets. Et c'est encore un peu le cas aujourd'hui, avec beaucoup de visioconférences et peu de visites de site. Par ailleurs, les équipes ont beaucoup travaillé sur de nouveaux dossiers mais avec une forte concurrence qui fait que beaucoup de dossiers sont perdus ou abandonnés. L'enjeu actuel est de gérer les priorités sur les opportunités pour lesquels nous avons un angle amont afin de ne pas s'épuiser sur des dossiers fortement concurrentiels qui risquent d'être préemptés.

> **"Ce que nous vivons aujourd'hui, on ne l'avait pas prévu il y a 9 mois. On anticipait plutôt une vague de restructurations et rétrospectivement on a pu expliquer pourquoi elle n'a pas encore eu lieu, mais il faut garder en tête le fait que nous sommes encore dans un monde où il est très difficile de faire des prédictions."**
>
> *Mathieu Wallich-Petit*

MDA : Parmi les changements autour du travail il y avait aussi la recherche de sens qui a beaucoup fait parler d'elle. Betrand, vous avez créé une équipe d'impact M&A parce que cela attirait les jeunes talents, est-ce que dans les équipes d'investissement c'est aussi un sujet ?

Bertrand Thimonier : Elle demande la proximité, à être en prise directe, en innovation permanente, en apprentissage rapide, qu'on lui explique les tenants et les aboutissants…

Régis Lamarche : Cette génération veut aussi être présente au bureau, là où les décisions se prennent. Ces jeunes talents veulent être acteurs et être dans une dynamique.

Bertrand Thimonier : C'est aussi beaucoup de temps de management à consacrer à l'explication de la stratégie de la maison pour donner

Erwan Colder

➤ Erwan est associé chez PwC avec plus de 20 ans de professionnalisme en France, aux USA et au Moyen-Orient. Il a travaillé sur plus de 200 transactions tant côté achat que côté vente (Vendor Assistance, VDD et refinancement). Erwan a une expérience significative avec les grandes entreprises de transactions transfrontalières. Il a été le partenaire global pour Essilor, Atos et Legrand, les conseillant dans leurs acquisitions dans le monde entier.

➤ Erwan a également conseillé de grands clients du Private Equity sur leurs transactions nationales et internationales. Erwan dirige l'activité Private Equity de PwC au Moyen-Orient

une perspective de long-terme, tout en laissant beaucoup de liberté ce qui peut être une contrainte puisque notre industrie a historiquement plus un management de type "grand frère". Mais c'est le monde d'aujourd'hui.

Boris Podevin : Côté capital-investissement je trouve qu'on fait un métier fantastique, et je vois que beaucoup de jeunes sont très intéressés pour rejoindre l'aventure, mais je constate un degré d'exigence que nous n'avons pas connu quand nous avions leur âge. C'est ça le plus gros défi en termes de coaching et d'association. Ce n'est pas dit dans le mauvais sens du terme, mais là où il y a 15 ans il était possible d'attirer 80% d'une promotion d'HEC, aujourd'hui c'est peut-être 30%, la moitié des jeunes diplômés voulant faire de la start-up, de la tech ou veulent un équilibre entre vie pro et vie privée qui n'est pas celui que l'on offre, et ce même si on est plus attentifs à ce genres aujourd'hui. La difficulté est qu'il y a d'autres opportunités recherchées qui sont ouvertes aux jeunes talents.

Mathieu Wallich-Petit : La recherche et la rétention des profils féminins dans les métiers de la transaction est aussi très difficile. On cherche tous à les faire monter dans la pyramide, cela deviendra de plus en plus un enjeu de *licence to operate.* Plus largement, les critères ESG pour les stakeholders sont de plus en plus importants et c'est à chaque fois une question très structurante qu'il faut se poser, par exemple si choisir ses clients en fonction de leurs critères ESG devient la norme. Est-ce qu'on peut aller jusqu'à refuser des clients ? Pareil sur les fournisseurs ?

''On a de plus en plus tendance à frontloader la majorité des informations, à faire passer des VDD dès les premiers tours... Tout se fait en amont pour avoir les offres les plus fermes possibles dès le début ou bien pour susciter des acquisitions préemptives.''

Erwan Colder

Régis Lamarche : Nous nous posons la même question des enjeux ESG sur tous les actifs que nous étudions.

Bertrand Thimonier : Clairement. Déjà chez nous nous avons prévu de mettre une section Impact / ESG dans tous nos mémos et toutes nos opérations parce qu'on sait que ça va être demandé.

Alban Neveux : je le vois déjà chez tous les corporates. Ce n'est plus une option, ça fait partie intégrante du process d'acquisition.

Bertrand Thimonier : Exactement et d'ailleurs on est même en train de travailler sur une notation ESG dans nos mémos parce que c'est une question qui va sortir demain, et il faut l'anticiper. J'avais une réunion avec une agence de notation sur ce

thème là, et si aujourd'hui l'impact est un actif immatériel largement mesuré et observé par les différentes parties prenantes - investisseurs de manière générale, mais aussi clients, talents - il demeure néanmoins un élément encore complexe à intégrer et à piloter au sein des entreprises, et difficile à valoriser en interne et en externe. L'exemple Danone le montre d'ailleurs très bien… car on tombe dans l'excès inverse : trop bien faire trop vite ! Le risque, c'est un retour brutal du réel avec une baisse de la profitabilité et de la création de valeur sanctionnées par les actionnaires.

Régis Lamarche : Dans les relations que nous avons avec les souscripteurs, notre politique ESG est devenue incontournable. Nous devons démontrer concrètement ce que nous faisons, notamment au travers de nos rapports dédiés mais aussi par le volet ESG des plans pot-acquisition de nos participations.

Alban Neveux : Et puisque qu'on parle de l'ESG il faut aussi prendre en compte l'impact du digital sur la partie ESG qui est en train de devenir quelque chose de colossal. Concrètement, il faut par exemple détailler l'impact environnemental de toutes tes campagnes publicitaires digitales, par exemple. C'est monstrueux à analyser et les résultats font peur lorsque l'on voit le coût carbone d'une campagne publicitaire sur Instagram, par exemple, qui est l'équivalent de conduire un vieux diesel pourri dans la rue... C'est le prochain tsunami de l'ESG.

Erwan Colder : Mais c'est une accélération qui se fait à chaque nouvelle idée de standard ou d'exigence. On est passé en un an et demi d'un reporting très basic à une classification codifiée dans la loi et maintenant tous les fonds, SICAV, coté ou non côté doivent être classés. Le fait que les investisseurs reprennent ensuite ces critères au minimum n'est pas surprenant.

Bertrand Thimonier : Et d'ailleurs après avoir professionnaliser les PME, le Private Equity pourra rendre les PME ESG demain. C'est mécaniquement vous qui allez le faire.

Erwan Colder : Tout en reconnaissant bien qu'il y a des personnes qui sont moins allants sur ces questions et peuvent faire de la résistance. Et

là je pense qu'il faut être un peu cynique, même si vous trouvez ça un peu extrême… Il faut le faire. Donc autant y aller là-dessus à fond, et aujourd'hui on sait que c'est un levier de recrutement supplémentaire chez les jeunes talents, mais aujourd'hui ce sont surtout les 30-35 qui portent vraiment la chose dans l'entreprise.

Bertrand Thimonier : Ce qui les intéressent c'est d'être acteurs de l'économie et du développement.

Erwan Colder : C'est vrai mais après je pense qu'il faut aussi regarder l'ESG comme un créateur de valeur. En ce moment, nous sommes en train de regarder si l'ESG est un différentiateur de performance entre deux sociétés distinctes. C'est assez difficile pour l'instant parce qu'on est encore dans cette phase du cycle où la démarche est imposée, mais je suis persuadé que demain ce sera un différenciateur entre deux entreprises d'un même secteur.

David Robin : La réponse est oui parce que par nature, une équipe de management qui est en pointe sur ces sujets le sera également sur les autres critères de performances plus classiques et aura la capacité à avoir un temps d'avance sur ces concurrents.

MDA : Eurazeo PME l'avait fait il y a 5 ans, et sur un petit portefeuille de 5-6 sociétés ils avaient estimé une économie de 7 à 8 millions d'euros. C'était plus des mesures de sécurité liées aux accidents et à l'absentéisme, donc plus facile à analyser.

Alban Neveux : Mais il y a un phénomène beaucoup plus fort dans le monde du Private Equity : c'est tout simplement que cela offre une prime à la sortie. Regardez Ynsect ou Tesla : ce sont des entreprises qui font de l'impact-by-design, dont la raison d'être est de transformer le monde. Et les valorisations sont incroyables.

David Robin : L'arbitrage de multiple grâce à la mise en avant de la politique RSE est une chose, mais il faut aussi regarder la performance intrinsèque de la société. C'est un critère clé de recrutement, fidélisation, conquête commerciale, profitabilité et de pérennité de l'activité. Si ce critère a été segmentant dans le comportement des consommateurs en BtoC, on voit aujourd'hui que c'est le même niveau d'exigence dans le BtoB.

Régis Lamarche : Les critères ESG sont aussi essentiels pour le recrutement dans d'autres secteurs que le nôtre, comme pour les ingénieurs par exemple. L'image ESG des entreprises est ainsi devenue un élément de choix pour les jeunes talents qui les rejoignent et qui seront les moteurs de la croissance de demain.

Alban Neveux : Après c'est une lame à double tranchant. Une étude de Stanford avait trouvée que chez les grandes entreprises, il valait mieux pour le CEO surperformer puis faire de l'ESG que faire de l'ESG pour performer, parce que si on n'atteint pas ses objectifs cela peut vous exploser à la figure, Danone étant je pense un très grand exemple de cela. Autrement ça ne sera pas bien valorisé.

Olivier Aubouin : En fait, il ne faut pas faire l'analyse en degré de performance mais en degré de révocation du dirigeant. Mais c'est un peu faussé parce que l'entreprise peut être performante et le dirigeant peut quand même être révoqué pour d'autres raisons.

David Robin : Mais c'est la différence entre faire du greenwashing et par exemple mettre un place une véritable stratégie carbone qui va te réduire les coûts et accroître tes ventes. Dans ce cas, tu gagnes de l'Ebitda et de la valeur et c'est imparable pour l'ensemble des parties prenantes de la société.

Bertrand Thimonier : La seule chose c'est qu'il faut rester modeste sur ce qui est fait.

Mathieu Wallich-Petit : Faire des actions positives en continu est aussi un moyen de mieux absorber les aléas de réputation par exemple. Un autre point majeur pour moi est la gouvernance. Il est devenu indispensable d'avoir au comex des entreprises un représentant ESG afin de pouvoir ancrer profondément ces thèmes.

Alban Neveux : C'est vrai. Je prends l'exemple de l'Oréal qui est un de nos clients, et je suis impressionné par le fait qu'ils soient passés en quelques années d'un discours à une réalité dans la façon dont ils pilotent leur stratégie. Cette dimension est devenue omniprésente et irrigue toute la boîte du marketing au service financier en passant par la supply chain. Et comme je vois l'envers du décor je sais que ce n'est pas juste une plaquette pour leurs actionnaires, toute la maison est transformée autour de ça.

Régis Lamarche : Je pense qu'il faut aussi intégrer pour ces corporates la pression de la demande des consommateurs.

Alban Neveux : C'est ce que j'allais dire. Les corporates ne peuvent pas attendre que ce soit le gouvernement qui régule, et aussi parce qu'ils ne peuvent pas se permettre d'être pris la main dans le sac par les consommateurs à raconter n'importe quoi.

Régis Lamarche : Nous ne pouvons cependant pas comparer notre univers à celui d'un groupe B2C de dimension mondiale. Dans notre univers du small et midcap, il est de notre responsabilité de porter cette thématique auprès des dirigeants et de les accompagner dans cette démarche. Ainsi il va progressivement y avoir de plus en plus d'équipes qui vont avoir des personnes dédiées en interne pour aider leurs participations dans cette mutation.

Alban Neveux : Et il y a des boîtes qui sont très en avance là-dessus. Je pense au dossier Ceti, c'est un groupe où l'ESG à toujours fait partie de l'ADN des dirigeants.

Bertrand Thimonier : C'est vrai. On était du côté du finaliste perdant sur ce dossier et cela s'est joué sur le fait que le gagnant avait un fonds d'impact, alors que notre client n'avait pas développé cette thématique. Donc il y a des effets très concrets et même en termes purement financiers, vous pouvez être sûr que le multiple de sortie se fera aussi sur des critères de transformation ESG. L'impact a souvent été considéré comme un ensemble de contraintes auxquelles les entreprises doivent se plier mais la performance des valeurs ESG durant les premiers mois de la crise du COVID-19 montre que celles-ci ont surperformé le marché de +7% entre décembre et fin mars 2020 d'après HSBC.

Régis Lamarche : Les critères ESG commencent à se retrouver à tous les niveaux. Ainsi il commence à y avoir dans certains management packages de dirigeants des objectifs ESG. De même, certains souscripteurs demandent à ce qu'une partie du *carried interest* des équipes de PE soit fléchée en fonction de ces critères. ■