



# LES RENCONTRES D'EXPERTS

Spécial LBO



Chez Lamartine, 143 Bd Haussmann, 75008 Paris

## LA VIE SOUS LBO en 2025

Après une année 2024 marquée par un volume d'opérations supérieur à ce que l'on pouvait attendre et un nombre de Build-up record, la dynamique transactionnelle semble se poursuivre en 2025 alors que l'inflation se stabilise. Mais d'autres sujets notamment fiscaux pourraient perturber cette dynamique. Autour d'Alexis Dupont, Directeur Général de France Invest, huit professionnels et dirigeants parmi les plus actifs du marché ont accepté de nous livrer leur vision du marché. Morceaux choisis.

**MdA : La dynamique transactionnelle 2025 est-elle aussi forte qu'au dernier trimestre 2024 ?**

**Philippe Serzec, PwC TS :** Je trouve que la dynamique est forte. Ce que l'on voit, c'est pas mal de dossiers Large-Cap que ce soit coté Corporate et côté PE. Sur le small-cap, je ne vois pas de réel changement. On continue à être très occupé notamment sur les opérations corporate primaire mais les choses devraient s'équilibrer au profit du Private Equity dans les semaines à venir. Seul petit bémol, je dirai, le Mid-Cap est un peu plus calme.

**MdA : Comment peut-on l'expliquer ?**

**Philippe Serzec, PwC TS :** Ce sont des opérations sur lesquelles il y a souvent plus de levier, plus d'enjeux. Et plus on avance dans la maturité d'une société, plus il faut trouver des relais de croissance qui peuvent être du Build Up, parfois un peu plus compliqué à réaliser. Par opposition au small-cap où il y a probablement des gisements de création de valeur plus immédiats notamment dans la structuration de ces sociétés et les synergies possibles.

**MdA : Olivier en 2024, Lamartine est intervenu sur plus de 200 opérations dont les deux tiers en PE**

**sur le Smid-Cap, ce qui est un record sur le marché français. Etes vous partie sur la même dynamique ?**

**Olivier Renault, Lamartine Conseil :** Oui, la dynamique est là, avec peut-être légèrement moins d'opérations ces dernières semaines mais nous ne sommes pas inquiets car nous notons l'arrivée de nouveaux acteurs, qui se développent et animent le marché. A côté des fonds plus classiques ou institutionnels, nous relevons de plus en plus d'opérations de transmission initiées par des Family Offices, ainsi que des "club deals" en région qui se multiplient. A notre échelle, nous sommes également de plus en plus sollicités par des Corporates. Une autre tendance du Private Equity à laquelle nous tâchons de nous adapter concerne le développement de verticales sectorielles, de plus en plus nombreuses car elles correspondent à la demande des fonds et des investisseurs en général. Ainsi, dans la santé, avec In Extensio Finance, nous avons publié en 2022 un panorama "Santé et transmission" qui mettait en exergue 7 sous-secteurs de la santé en général, toujours très dynamiques. Nous constatons en effet que de nombreux fonds appuient leur thèse d'investissement sur certains secteurs en particulier trouve que beaucoup de fonds se sectorisent. On le voit

dans le luxe, les services autour du BTP, certaines activités de conseil, les services financiers, l'hôtellerie...etc

**Philippe Serzec, PwC TS :** Olivier a raison. Les fonds évoluent dans un environnement très concurrentiel et ont, à l'instar des sociétés dans lesquels ils investissent, l'obligation de se spécialiser pour apporter une valeur ajoutée aux entreprises qu'elles accompagnent et aussi de se différencier par rapport aux autres fonds d'investissement, ou dans le cadre de levées de fonds auprès des LPs.

**MdA : Thomas, comme Lamartine Conseil, Oderis Conseil a connu une année incroyablement active. Quelle est votre perception du marché ?**

**Thomas Claverie, Oderis :** Notre dynamique est excellente, nous avons réalisé une année record avec plus de 150 closings et 450 missions, en 2024 nous avons travaillé sur près de 15% des LBO toutes tailles confondues. Concernant le marché lorsqu'on regarde froidement la dynamique en nombre de deals, on constate effectivement un marché plus dynamique en volume par rapport à 2023 et à la fin de l'année 2022. Néanmoins lorsqu'on regarde dans le détail on constate d'une part qu'une partie des deals closés ont

### Olivier Renault

➤ Olivier Renault est associé gérant de Lamartine Conseil, et diplômé en droit des affaires et fiscalité de l'Université de Paris I. Spécialisé sur le Small-Cap, il est intervenu à titre personnel sur quelques centaines de LBO/OBO/MBI depuis le début de sa carrière. Entrepreneur dans l'âme, il a une connaissance pointue des pratiques du capital investissement, ainsi que des problématiques des dirigeants des entreprises, qu'il accompagne à toutes les étapes de leur vie.

➤ Conseil régulier de fonds d'investissement de premier plan comme Naxicap Partners, Initiative & Finance, Turenne, Ciclad, Innovafonds, Ressources Capital, Rives Croissance, For Talents, etc., Lamartine Conseil a notamment conseillé en 2024 les opérations suivantes : le LBO V de Sogelink, le LBO secondaire de Primelis, le LBO tertiaire de Moria, le MBO tertiaire de Biobank, le LBO de Global D, etc.. Avec ses 130 consultants, Lamartine Conseil est présent en France au travers de ses bureaux de Paris, Lyon, Aix-Marseille, Bordeaux, Nantes et Lille.



été initiés finalement 1 an plus tôt (effet en trompe l'oeil lié à la durée moyenne plus longue des process dans un environnement plus difficile), que les build-ups représentent une part croissante du volume et que certains deals concernent également des fonds de continuation. Il sera donc intéressant d'obtenir les chiffres détaillés de l'étude France Invest sur 2024. Par ailleurs en France, il y a eu un avant et un après dissolution avec une 2ème partie d'année plus attentiste et plus défensive, ainsi la dynamique en France a été très différente de celle du reste de l'Europe sur le S2 à en croire les chiffres de l'étude Argos Index (baisse de 15% des volumes de transactions vs hausse de 16% sur le marché du M&A mid-market). Les signaux de ce début d'année 2025 restent flous même si on ressent un appétit croissant. D'une part on a une inflation qui semble jugulée, des taux d'intérêt plus faibles et un président américain qui semblait pro-business, à contrario ce même président prend des décisions risquées

sur les tarifs douaniers, la situation géopolitique mondiale reste très fragile et l'instabilité politique liée aux élections persiste en France.

**Philippe Serzec, PwC TS :** Il n'y a pas que les élections. Il faut aussi regarder les "current trading" des sociétés.

**"A côté des fonds plus classiques ou institutionnels, nous relevons de plus en plus d'opérations de transmission initiées par des Family Offices, ainsi que des "club deals" en région qui se multiplient. A notre échelle, nous sommes également de plus en plus sollicités par des Corporates."**

Olivier Renault

**Thomas Claverie, Oderis :** C'est vrai Philippe, mais c'est justement ce manque de visibilité qui incite les dirigeants à rester prudents et parfois à réduire leurs propres investissements (people et/ou capex) ou à abaisser leur point mort ce qui pèse inévitablement sur les current trading de leurs fournisseurs.

Janvier et Février 2025 n'ont pas été de mauvais mois mais on sent que les acteurs prennent désormais leur temps et attendent avec impatience la confirmation des atterrissages 2024. En fait, on revient à une saisonnalité de l'activité plus en ligne avec le timing d'émission des comptes. Sur les 6/7 dernières années maintenant, on n'attendait plus la sortie des comptes pour que le M&A commence à sonder le marché et pour que le cabinet de TS démarre l'exercice de VDD car on savait que les résultats allaient être au-dessus ou dans les clous, dorénavant on ne souhaite plus prendre le risque de "griller" un dossier en essayant d'aller trop vite. Depuis le début du mois de



### Philippe Serzec

- Associé au sein du département Transaction Services de PwC France qu'il a rejoint en 2020 pour y créer la practice Private&Family, après plus de 25 ans d'expérience à Paris mais aussi à Caen, au Mali et à Singapour. Private&Family est une équipe de 20 professionnels intervenant pour le compte de PME et ETI patrimoniales et familiales et de fonds de Capital Développement et LBO Small-Cap à Paris et en Régions.
- Philippe a la responsabilité du Private Equity small ticket pour la France et du développement des activités Deals en Régions. Au cours des 20 dernières années, il a mené plus de 500 projets de due diligence pour des investisseurs financiers ou industriels, côté acquisition ou cession (VDD et Vendor Assistance). Ses clients incluent un large portefeuille de fonds d'investissement majoritaires ou minoritaires, ainsi qu'un grand nombre de PME, ETI et groupe coopératifs lors d'opération primaires ou de build-up. Philippe est diplômé d'Audencia Nantes (1992) et expert comptable (2007)

Mars on sent un frémissement qui est très certainement lié aussi à la sortie des comptes et à la confirmation du début des trajectoires 2025, ce qui est plutôt bon signe. On continue par ailleurs à constater une certaine polarisation sur les multiples et une forte dynamique de marché sur des secteurs qui continuent à tirer la tendance (la santé, le service BtoB, le software, la rénovation énergétique, l'expertise comptable...). Enfin aujourd'hui et plus que jamais le maître mot c'est la plateforme de Build-Ups, ces derniers ont représenté 27% de notre volume de deals chez Oderis en 2024. Dernier phénomène observé : de plus en plus d'entreprises sur le segment small-smid cap réalisent des build-ups en dehors de leurs frontières naturelles ce qui n'était pas le cas il y a plusieurs années et restait l'apanage des Groupes ayant atteint une certaine taille critique.

**Alexis Dupont, France Invest :** A France Invest, on vient d'avoir les chiffres d'activité de la profession (plus

de 450 fonds, 650 membres) et on a été agréablement surpris par les très bons chiffres tant en investissements qu'en levées de fonds. En 2024, l'activité a repris sur le haut du spectre mais pas

**“Je trouve que la dynamique est forte. Ce que l'on voit, c'est pas mal de dossiers Large-Cap que ce soit coté Corporate et côté PE. Sur le small-cap, je ne vois pas de réel changement. On continue à être très occupé.”**

*Philippe Serzec*

seulement. Tous les segments ont été en hausse. Sans faire de triomphalisme, c'est assez encourageant pour 2025.

**François Even, Arkea Capital :** On n'a pas la même volumétrie que PwC ou Oderis mais chez Arkéa Capital, nous avons fait moins de deals l'an passé (13 deals en 2024 par rapport à 17 deals en 2023). On a été exigeant sur la qualité des deals et les valorisations, nous ne voulions pas « embarquer » d'entreprises sur des valorisations trop élevées. En tant qu'actionnaires minoritaires dans la région, nous parvenons à créer une proximité avec le Management et à obtenir un prix équilibré lorsque celui-ci est en position d'acheteur. Le fait d'avoir un spectre d'investissement assez large (entre 1 et 50 M€ par opération) est un atout dans cet environnement. On peut aussi suivre les dirigeants sur plusieurs opérations de leur développement. Grâce à un véhicule evergreen, nous ne sommes pas obligés de faire des fonds de continuation, nous pouvons suivre les Managers dans la durée. En 2024, on a réussi à déployer en restant très exigeant dans notre deal flow. C'est important car on veut aussi augmenter

### Alexis Dupont

- Alexis Dupont, est directeur général de France Invest, diplômé de l'École Nationale de la Statistique et de l'Administration Économique (ENSAE Paristech), actuaire et ingénieur en chef du Corps des Mines.
- Il a rejoint en 2014 la Direction Générale du Trésor comme adjoint au chef du bureau Épargne et Marchés Financiers, responsable du secteur de la gestion d'actifs où il est intervenu sur plusieurs projets de réforme et dans la négociation de textes réglementaires européens.
- En 2017 Alexis Dupont était conseiller en charge des services financiers à la Représentation Permanente de la France auprès de l'Union Européenne à Bruxelles où il a contribué à la défense des positions françaises dans la négociation de textes portant sur l'Union des marchés de capitaux, la stabilité financière ou la finance verte.



notre part de gestion pour compte de tiers. Nous sommes aujourd'hui à 10% avec l'objectif d'atteindre 30% à horizon 2026.

**Marc Sabaté, France M&A :** Je partage ce qui vient d'être dit. Pour compléter et en tant que représentant de France M&A, une association qui réunit près de 500 professionnels du conseil en cession, acquisition et financement des entreprises, nous avons réalisé un sondage il y a quelques semaines pour avoir un sentiment de marché. On a demandé à nos adhérents comment ils voyaient le marché du LBO en 2025 ? 30% des adhérents voient ce marché du LBO en croissance et près de 50% le voient à l'équilibre. Seulement 20% le voient à la baisse. Globalement les conseils M&A restent donc optimistes même si l'on ressent une certaine nervosité. L'agilité et la réactivité sont essentielles à la réussite des opérations. Deuxième question posée : quels types d'opérations vous semblent porteurs : Minoritaire, OBO, primaire moins

impactée par ces sujets ? Ils sont quand même 70% à penser que les LBO primaires restent le type d'opération qui va continuer à porter le marché. Et 60% pensent que les opérations de MBO/OBO vont continuer à prendre

**“Les contrôles se sont accélérés à tel point qu'il y a avait en décembre 2024, pas loin de 90 managers contrôlés correspondant à 350 M€. Il fallait intervenir pour sécuriser le marché.”**

*Alexis Dupont*

une place significative sur le marché du M&A. Sur le marché du LBO et pour le remettre en perspective : après la période Covid, il y a eu une forte croissance depuis le deuxième semestre

2020 jusqu'à la fin de l'année 2022. Puis une chute brutale du nombre d'opérations au 1<sup>er</sup> semestre 2023 entre inflation, incertitudes et hausse des taux... Cet arrêt brutal fait que 2023 a été une année de transition. Par la suite le 1<sup>er</sup> semestre 2024 marque une reprise lente qui s'accélère avec le 2<sup>ème</sup> semestre 2024 avec 223 opérations de LBO référencés (contre 212 opérations en pour le 2<sup>ème</sup> semestre 2023). Et le démarrage de l'année devrait montrer en 2025 la poursuite de cette dynamique. Un deuxième élément est, selon moi, structurant sur le marché ; c'est l'augmentation des chaque semestre du volume d'opérations « build up ». Ce volume augmente ainsi de près de 20% en rythme semestriel et ce quelques soient les cycles des autres opérations. On constate ainsi sur cette période de 5 ans post Covid une érosion lente (-2%) des opérations purement « corporate », la tendance de fond croissante des opérations de LBO (+7%) et la dynamique de ces builds up à +15% par an...



### Thomas Claverie

- Thomas Claverie est associé Transaction Services et responsable de la practice LBO chez Oderis.
- Thomas a accumulé plus de 20 années d'expérience en Transaction Services dans un premier temps sur le segment Large Cap pour se spécialiser ensuite sur le segment Small-Smid depuis 2014 chez Oderis. Il travaille sur un large spectre sectoriel de l'agroalimentaire au BTP en passant par la Santé, l'Education, le Retail et les services BtoB aux entreprises.
- Le cabinet Oderis compte désormais plus de 200 collaborateurs et 22 associés sur 6 pratiques (Transaction Services, Cash Services, Transformation, Restructuring, Evaluation et ESG) en France (Paris, Lyon, Bordeaux, Nantes et Rennes) et à l'étranger (Madrid). Le cabinet, qui continue à se développer avec de nouvelles offres et de nouveaux pays prévus en 2025, a été reconnu pour la 3ème année consécutive en 2022, 2023 et 2024 leader en nombre de transactions sur ses segments de prédilections que sont le LBO, Small-Smid Cap et le Build-Up.

**François Even, Arkea Capital :** Même sur le Build-Up, je trouve qu'il y a quelques tendances intéressantes avec des acteurs du Small-Cap qui ont tendance à faire de plus en plus leurs emplettes à l'international, notamment en Espagne. Avant c'était l'apanage des deals Mid Cap d'aller à l'international. Désormais, même les PME s'y mettent et c'est une vraie nouveauté je trouve.

**Olivier Renault, Lamartine Conseil :** Je suis en phase avec François et d'ailleurs nous mêmes, en tant que conseils juridiques, nous nous sommes structurés pour accompagner nos clients dans leur développement, sous forme de croissances externes, à l'étranger.

**Benoît Flammang, Unither :** C'est assez structurel chez nous le Build-Up et une part significative de notre croissance et de notre succès repose sur la bonne intégration d'acquisitions, en France et à l'étranger. Nous venons d'ailleurs de concrétiser l'acquisition d'une activité en Autriche récemment.

Notre approche est multiforme. Cela peut être le rachat d'une société, d'une usine ou une activité.... L'idée est en général d'acheter un site industriel

**“On continue de ressentir une forte polarisation du marché avec des dossiers qui sortent vite souvent sur des marchés porteurs et/ou parce qu'ils cochent toutes les cases de la plateforme de build-ups. Ce phénomène est exacerbé par le besoin de certains acteurs d'investir la “poudre sèche” et pour d'autres de solidifier un track record indispensable à leur levée.”**

*Thomas Claverie*

pour permettre l'accélération de notre développement, en particulier à l'étranger.

**Jacques-Henri NG Finance :** La dynamique transactionnelle de ce début d'année 2025 reste soutenue, mais elle s'inscrit dans un contexte plus sélectif qu'au dernier trimestre 2024. Si les opérations reprennent progressivement, notamment dans les secteurs porteurs comme la tech, la santé et l'énergie, les investisseurs restent attentifs aux conditions macroéconomiques et au positionnement des actifs. Les processus sont plus exigeants, les valorisations mieux contrôlées, et la structuration des deals intègre davantage de mécanismes de protection (earn-outs, OC, management packages plus encadrés). En somme, l'appétit est là, mais l'approche est plus disciplinée.

**MdA : Bertrand, on va aborder le sujet fiscal et du Man Pack en particulier, lequel vient de connaître une évolution majeure. Pouvez-vous**





### Benoit Flammang

- Benoit Flammang est Directeur financier d'Unither Pharmaceuticals
- Pour mémoire, UNITHER Pharmaceuticals développe et fabrique des produits pharmaceutiques pour le compte de ses clients. Elle profite de la tendance des grands laboratoires pharmaceutiques à de plus en plus externaliser la fabrication de leurs produits.
- Particulièrement bien gérée, l'entreprise a connu une très forte croissance depuis sa création il y a une trentaine d'années.
- UNITHER Pharmaceuticals a notamment été accompagné par des fonds de private equity depuis une dizaine d'années dont Equistone CPE, Ardian, Parquest ou encore Keensight. L'entreprise a fait preuve de résilience pendant la crise.

#### nous rappeler quel était le traitement fiscal et les évolutions récentes ?

#### Bertrand Hermant, Lamartine Conseil :

Effectivement, une réforme très attendue est enfin intervenue sur le régime fiscal des management packages. Jusqu'à présent, une incertitude majeure pesait sur ces dispositifs depuis les arrêts du 13 juillet 2021, qui avaient requalifié ces gains en salaires, créant ainsi un aléa fiscal significatif aussi bien pour les managers que pour les investisseurs. Face à cette insécurité juridique, l'ensemble des acteurs du private equity, notamment sous l'impulsion de France Invest, a plaidé en faveur d'un cadre fiscal plus stable et prévisible. La loi de finances votée en février 2025 apporte enfin une clarification. Elle établit un principe selon lequel la plus-value réalisée par les managers reste imposée au régime des plus-values mobilières, mais uniquement jusqu'à un certain multiple (fixé à 3 fois le

multiple projet). Au-delà de ce seuil, le gain est assimilé à une rémunération et soumis au régime fiscal des traitements

**“C'est assez structurel chez nous le Build-Up et une part significative de notre croissance et de notre succès repose sur la bonne intégration d'acquisitions, en France et à l'étranger. Nous venons d'ailleurs de concrétiser l'acquisition d'une activité en Autriche.”**

*Benoit Flammang*

et salaires à un taux marginal d'imposition de 59%. Cette réforme

permet ainsi de sécuriser le traitement fiscal des management packages tout en instaurant un cadre équilibré entre taxation du capital et du travail.

**MdA : Donc il faut faire une très belle performance pour être concerné par cette imposition en salaire ?**

#### Bertrand Hermant, Lamartine Conseil :

Oui, et c'est ce que nous avons pu vérifier en analysant les opérations de nos clients. Dans la majorité des cas, les performances restent en deçà du seuil ou le dépassent légèrement. En réalité, l'impact de la réforme semble a priori limité même s'il existe bien sûr des exceptions. On constate que le taux effectif d'imposition atteint environ 40 %- 45% ce qui est certes plus élevé que la flat tax de 30% mais ce niveau de taxation reste nettement inférieur aux risques encourus auparavant. Rappelons qu'avant cette réforme,

### Jacques-Henri Hacquin

- Jacques-Henri Hacquin est Président du cabinet NG Finance. Il possède plus de 15 années d'expérience en Finance d'entreprise et en Évaluation de sociétés cotées et non cotées. Il a démarré sa carrière chez HSBC, puis Société générale CIB, avant de co-fonder NG Finance en 2011. Jacques-Henri intervient de la maîtrise Finance de L'EM Lyon. Il est également membre de la CNCEF.
- Il supervise les activités d'évaluation financière, de Transformation & Performances et de Transactions Services en lien avec les Fonds d'investissement et holdings, les banquiers et les différents acteurs du monde juridique et fiscal. Ses activités comprennent tout particulièrement l'accompagnement, la structuration de plans d'intéressement des dirigeants et managers ainsi que l'attestation du taux des Obligations convertibles (Sweet Equity). Parmi les dernières opérations conseillés, Jacques-Henri est intervenu sur le Management Package de ECG (PAI), de Tennaxia (Marlin Equity Partners), Groupe Infodis (HLD).



l'incertitude juridique exposait les managers à un risque pénal et de lourdes pénalités en cas de redressement. De ce point de vue, la clarification apportée par la loi constitue une avancée. Cela étant dit, le texte n'est pas parfait. Une des difficultés majeures réside dans son application immédiate à compter du 15 février, ce qui peut poser des problèmes d'anticipation pour certaines opérations en cours.

#### Olivier Renault, Lamartine Conseil :

Dans l'exemple que donnait Bertrand le dirigeant était contrôlé avec toute la panoplie (80% d'imposition car considéré comme de mauvaise foi). Dans ce cas précis, la loi de finance a le mérite de calmer le jeu à un moment où il n'a pas de liquidité pour payer.

**Alexis Dupont, France Invest :** Juste pour compléter, c'était l'objectif du gouvernement d'essayer d'éviter ce type de situation avec un contentieux assez lourd. On voyait une accélération des

contrôles assez forte ces derniers temps. Ceci dit, il n'y a pas eu de tsunami le 1er septembre 2021. L'administration a pris son temps, s'est structurée et

**“Sur les deux ou trois derniers mois, on a pas mal de managers qui se sont structurés dans l'insécurité fiscale et qui ont l'impression aujourd'hui d'une double peine...”**

*Jacques-Henri Hacquin*

ensuite les contrôles se sont accélérés à vitesse grand V à tel point qu'il y a avait en décembre 2024, pas loin de 90 managers contrôlés correspondant à 350 M€. C'est pas négligeable.

Ils ont regardé ces redressements et on appliqué le texte issu de la loi de finances et cela aboutissait dans 90% des cas à l'extinction des poursuites et dans 10% des cas à des redressements marginaux. Je ne dis pas que c'est agréable mais il fallait intervenir pour sécuriser le marché, refluidifier aussi pour faire refluer les cessions.

#### Olivier Renault, Lamartine Conseil :

nous avons connu en effet quelques problématiques de remise en cause de certains dispositifs, et Bertrand pourrait en parler. Les nouvelles règles, si elles en restaient là, posent un sérieux souci dans nos opérations de transmission, puisque nous organisons des “roll-overs” systématiques : si la “part salariale” qui est réinvestie devait supporter immédiatement l'impôt lors du réinvestissement y compris en l'absence de flux, l'équilibre de l'opération s'en trouverait bouleversée. Et si, d'aventure, l'opération de transmission se dégradait



### Marc Sabaté

- Marc Sabaté est Associé Fondateur de In Extenso Finance, qui regroupe depuis 2013 les activités Corporate Finance au sein du groupe In Extenso. Il est également président de l'association CNECF France M&A depuis février 2022.
- Label de qualité, France M&A réunit les conseils qui accompagnent les entreprises et les entrepreneurs dans leur projet de haut de bilan et donne de la visibilité à cette profession de conseil en transmission et en financement d'entreprise. Les professionnels apportent ainsi un haut niveau d'expertise, de déontologie et de confidentialité aux entrepreneurs et aux chefs d'entreprise (TPE, PME et ETI) et à leurs opérations.
- Elle compte près de 200 cabinets et 500 professionnels pour plus de 500 opérations réalisées, en 2022, représentant près de 15 milliards de valorisation.

ultérieurement, cet impôt deviendrait définitif, sans possibilité d'imputation sur l'éventuelle plus-value. Ce qui est économiquement injuste.

**Alexis Dupont, France Invest :** Oui cela fait partie des points à améliorer. France Invest se mobilise d'ailleurs sur ce sujet pour faire évoluer ce texte. Je voulais juste dire que par ailleurs on sent une évolution générale des textes fiscaux. On a un autre sujet sur les qui est de même nature sur les BSPCE. Comment payer sur des sommes que l'on a pas touché ? Clairement on doit essayer de faire évoluer l'administration sur ce sujet.

**Jacques-Henri Hacquin, NG Finance :** Sur les deux ou trois derniers mois, on a pas mal de managers qui se sont structurés dans l'insécurité fiscale et qui ont l'impression aujourd'hui d'une double peine : d'une part, des objectifs de performance très ambitieux à atteindre pour espérer une sortie valorisante ; d'autre part,

le risque que, même en cas de succès, leur gain soit requalifié en salaire, avec la fiscalité lourde que cela implique.

**“30% des adhérents voient ce marché du LBO en croissance et près de 50% le voient à l'équilibre. Seulement 20% le voient à la baisse. Globalement les conseils M&A restent donc optimistes même si l'on ressent une certaine nervosité.”**

*Marc Sabaté*

**Olivier Renault, Lamartine Conseil :** Surtout que, fréquemment, le dispositif de Man Pack a fait l'objet d'un paiement à l'occasion de son

attribution ou sa souscription.

**Jacques-Henri Hacquin, NG Finance :** Sur les deux ou trois derniers mois, on a vu de nombreux managers se structurer dans une forme d'insécurité fiscale, avec aujourd'hui un sentiment de double peine : des conditions d'accès au gain de plus en plus exigeantes, et à la clé, un risque de requalification en traitements et salaires, malgré la prise de risque réelle. Ce décalage est d'autant plus marquant sur les nouveaux plans. Beaucoup de management packages récents ont été structurés autour d'AGADP. Et pourtant, on oublie que, historiquement, les instruments à effet de levier comme les Ratchet payants étaient valorisés plus tard. Ce décalage dans le paiement avait un effet mécanique sur la prime : dans certains cas, elle a doublé en un an, passant de 11 % à 22 %. Cette augmentation a nécessairement un impact sur la fiscalité. Et dans ce contexte, le bon choix d'outil devient central. Prenons

### François Even

- François Even, actuellement Directeur Associé chez Arkéa Capital à Nantes, a rejoint la société de gestion en 2017. Avant cela, François a travaillé chez Danone, EY et Abénex, il a également eu une expérience entrepreneuriale dans le domaine du nautisme durant son parcours professionnel, cumulant ainsi plus de 21 ans d'expérience dont 15 ans dans le secteur du Private Equity.
- Au cours des 8 années passées chez Arkéa Capital, François Even a été un acteur clé dans de nombreuses opérations, notamment celles impliquant les groupes CWF, Lumiplan, l'Alliance et Héliac. Pour rappel, Arkéa Capital, fondée en 1982, est le partenaire d'environ 100 entreprises sur l'ensemble du territoire, emploie plus de soixante professionnels répartis dans 7 bureaux régionaux et dispose d'1,3 milliard d'euros sous gestion dont une partie en gestion pour compte de tiers.



un exemple simple : une entreprise valorisée 50 M€ à l'entrée, 150 M€ à la sortie. Selon les instruments utilisés — actions, BSA, AGADP ou quasi-fonds propres — le régime fiscal appliqué peut être totalement différent. Et ce, pour un même niveau de performance. C'est pourquoi, on insiste sur la nécessité d'anticiper la structuration du management package en fonction du couple risque/récompense et du niveau de performance attendu. L'enjeu n'est pas seulement juridique ou financier : il est aussi fiscal. À performance équivalente, on peut se retrouver avec des écarts significatifs de taxation si les bons arbitrages n'ont pas été faits en amont.

**François Even, Arkea Capital :** Il faut peut être faire tourner les participations un peu plus vite pour rester dans le seuil de 3 déterminé par la loi.

**Olivier Renault, Lamartine Conseil :** On pourrait presque imaginer des “AGADP Man Pack Ratchet” qui

plafonneraient au seuil légal...

**Jacques-Henri Hacquin, NG Finance :** On m'a posé la question. Il y a un vrai pilotage à faire.

**“En tant qu'actionnaires minoritaires dans la région, nous parvenons à créer une proximité avec le Management et à obtenir un prix équilibré lorsque celui-ci est en position d'acheteur.”**

*François Even*

**MdA : On a parlé de Build-Up cela impacte aussi les systèmes d'intéressement ?**

**Jacques-Henri Hacquin, NG Finance :** Oui, dans les opérations de Build-Up, les systèmes d'intéressement peuvent être impactés de plusieurs manières. Tout dépend de la manière dont le montage est structuré. Cela peut se faire soit au niveau du holding de tête, dans la continuité du package historique des managers, soit au niveau de la cible intégrée, avec parfois la mise en place d'un nouveau régime d'intéressement. Il n'y a pas de réponse unique, c'est vraiment du cas par cas. Certains fonds privilégient une mutualisation de la valeur créée à l'échelle du groupe, quand d'autres préfèrent un intéressement distinct, ciblé sur les performances spécifiques de la société acquise. Cela dépend aussi du rôle des managers : s'ils sont au niveau consolidé ou concentrés sur une BU précise. D'un point de vue fiscal et financier, cela suppose une vigilance accrue, notamment pour éviter les effets de double valorisation ou les frottements fiscaux inutiles, et pour s'assurer que l'alignement des



## Bertrand Hermant

- Bertrand Hermant a rejoint Lamartine Conseil en octobre 2020 en qualité d'associé en charge du département fiscal de Paris et Lyon. Spécialisé en fiscalité transactionnelle, il intervient pour le compte d'investisseurs financiers dans le cadre de la mise en place d'opérations de capital-développement et de LBO dans un grand nombre de secteurs. Il accompagne également les entreprises et leurs dirigeants dans leurs opérations de restructuration ainsi que dans la mise en place de management package.
- Conseil régulier de fonds d'investissement de premier plan comme Naxicap Partners, Initiative & Finance, Turenne, Ciclad, Innovafonds, Ressources Capital, Rives Croissance, For Talents, etc., Lamartine Conseil a notamment conseillé en 2024 les opérations suivantes : le LBO V de Sogelink, le LBO secondaire de Primelis, le LBO tertiaire de Moria, le MBO tertiaire de Biobank, le LBO de Global D, etc.. Avec ses 130 consultants, Lamartine Conseil est présent en France au travers de ses bureaux de Paris, Lyon, Aix-Marseille, Bordeaux, Nantes et Lille.

intérêts reste cohérent dans la durée.

**François Even, Arkea Capital :** Sur les deals Small cap, je trouve que les managers sont plus préoccupés par l'opération que par le Management Package. On vient de faire une grosse opération de Build Up pour une de nos participations. On leur dit vous allez venir sans forcément "man pack" pendant les deux ans en attendant de finir le premier tour de deals. La priorité pour les dirigeants fondateurs est d'abord d'avoir l'exécution d'un deal. Les considérations de Management Package viennent bien. Cela ne nous a pas bloqué dans l'exécution de l'opération car les dirigeants bénéficient déjà du sweat equity et cela leur va bien.

**MdA :** Est-ce que les managers du portefeuille appellent plus souvent au cours des dernières semaines ?

**François Even, Arkea Capital :** Non pas trop. Nous sommes sensibilisés au sujet mais finalement les dirigeants, pas

trop. Sur la centaine de participations, seule une quinzaine d'entre elles nous a appelés sur ces sujets. J'ai l'impression que ce n'est pas le principal sujet de préoccupation.

**“La réforme fait peur mais l'impact en réalité n'est pas si important dans la plupart des situations. Il faut également intégrer le risque pénal qui existait jusqu'ici et les lourdes pénalités.”**

*Bertrand Hermant*

**Marc Sabaté, France M&A :** Un mot pour compléter ; on a demandé à nos adhérents de France M&A, ce qu'ils pensaient de ces mesures fiscales. 70% des adhérents pensent que cette récente

évolution de la fiscalité va avoir un impact sur le marché du LBO. Mais quand on leur demande si cela a un impact sur leurs propres opérations, ils répondent à 70%, non cela ne va rien changer. J'ai l'impression que le marché a mal vécu l'annonce un peu « brutale » mais depuis beaucoup de cabinets d'avocats ont communiqué sur l'impact réel et sur les solutions alternatives. Dans la pratique, le volume d'opérations impactées pourrait se situer entre 5 et 10% des opérations. Dans tous les cas, le sujet de fond qui fait hurler les entrepreneurs c'est le fait de devoir payer de l'impôt alors qu'il n'y a pas de liquidité ! Enfin, il faut parler d'épargne salariale, d'intéressement, de fondations, etc. ; en effet il y a pas mal de sujets de réflexion qu'il faut creuser – et c'est le rôle des conseils rassemblés au sein de France M&A - sur l'articulation performance individuelle, création et partage de la valeur.

**Olivier Renault, Lamartine Conseil :** C'est un peu notre dada





avec certains de nos partenaires, et en particulier Equalis Capital, d'associer un maximum de salariés au capital, au travers des dispositifs d'actionnariat salarié ( PEE, FCPE de reprise..) Ceci d'autant que ce type de montage est exempt de risque fiscal ; c'est balisé par la loi, quel que soit le support juridique investi... Le seul problème est d'ordre psychologique, dans la mesure où l'on réserve dans les faits le Manpack aux cadres dirigeants ( Cercles 1 et/ou 2 ) : mais nous constatons que cela avance quand même sur ce sujet. Ainsi, nous avons pu mettre en place des FCPR eux-mêmes investissant sous forme d'ADP, d'OC et/ou d'OBSA...sans compter sur le régime fiscal et social très favorable. Benoit, chez Unither, vous l'avez d'ailleurs expérimenté largement, n'est-ce pas ?

**Benoît Flammang, Unither :** Oui cela fait en effet partie de notre culture. Au sein du FCPE, que nous avons mis en place il y a moins de deux ans, nous avons pu associer près de 1400 salariés à la performance de l'entreprise.

**Alexis Dupont, France Invest :** Ce que dit Olivier est très vrai. Un des mérites de ce débat autour de la sécurité

juridique c'est de poser la question du partage de la valeur plus largement, on a encore beaucoup de choses à faire pour progresser.

**Marc Sabaté, France M&A :** Intéressement, fondation, Fonds de dotation, il y a des techniques qui sont assez peu connues en M&A notamment qui pourraient être davantage utilisées. On est sur le sujet du partage de la valeur. A partir de quel moment, un dirigeant décide que tout ou partie de la « sur-rémunération » ira dans une fondation qui servira à l'écologie, le social...cela peut être un bon moyen de "caper" ce problème de plus-value.

**Jacques-Henri Hacquin, NG Finance :** Il y a un point qui mérite d'être souligné, en lien avec ce qui vient d'être dit : c'est cette volonté, parfois, de "caper" tout le monde au même niveau, comme si toutes les situations étaient comparables. Or, ce n'est pas le cas. Certains secteurs — je pense notamment à la tech ou à la santé — tirent structurellement la croissance. Ils attirent des profils très compétitifs, très mobiles, et souvent internationaux. Ce que l'on ne dit pas toujours autour de la table, c'est que de plus en plus de managers commencent à réfléchir sérieusement à quitter la France. Non pas pour échapper à l'impôt, mais parce qu'ils ont le sentiment qu'on ne reconnaît plus leur contribution ou leur prise de risque. Et c'est là où le débat devient plus inquiétant : on risque de perdre des talents par pur dogmatisme. À force de vouloir tout encadrer, tout lisser, on oublie que la compétitivité fiscale joue aussi un rôle dans l'attractivité des entreprises et des projets.

**MdA :** Vous intervenez sur 80 "Man Packs" environ chaque année. Quel est le pourcentage de dirigeants qui réfléchissent à un exode vers d'autres juridictions plus attractives ?

**Jacques-Henri Hacquin, NG Finance :** Je dirais qu'environ un dirigeant sur cinq avec qui nous travaillons envisage aujourd'hui sérieusement de quitter la France pour s'installer dans une juridiction plus favorable. Ce n'est pas un fantasme ou une menace en l'air — c'est un mouvement de fond, particulièrement marqué dans les secteurs de la tech ou du digital, où la mobilité est forte et où certains pays leur tendent littéralement les bras. Très concrètement, rien que la semaine dernière, j'ai été sollicité sur quatre dossiers d'exit tax. Il y a deux mois, j'en avais zéro. C'est un signal fort. Ce n'est pas qu'ils veulent fuir leurs responsabilités fiscales, mais ils veulent simplement pouvoir bénéficier d'un régime cohérent avec la création de valeur qu'ils apportent. À force d'envoyer le message qu'un gain exceptionnel est forcément suspect, on finit par décourager ceux qui font justement bouger les lignes. Ce qui est en train de se passer, c'est un vrai point de bascule. Certains dirigeants n'attendent même pas la prochaine opération pour réfléchir à leur départ. Ils anticipent, ils s'organisent. Et c'est dommage, parce qu'on parle ici de talents qui créent des emplois, de la valeur, de la croissance — en France. Les voir partir, c'est une perte sèche, souvent irréversible.

**Bertrand Hermant, Lamartine Conseil :** Je constate également que certains dirigeants, souvent jeunes, prennent effectivement la décision de partir. Pour revenir sur le dispositif fiscal, je trouve quand même que l'on travaille mieux avec l'administration fiscale. Cela va dans le bon sens. Il ne faut pas s'arrêter là.

**François Even, Arkea Capital :** Un point qui a cristallisé cette tension aussi, est l'augmentation de la fiscalité. Les dirigeants ont eux même du mal à trouver des augmentations d'activités donc ils passent au peigne fin l'ensemble des coûts. Et là ils ont l'impression qu'ils financent les





économies de coûts que l'état n'arrive pas à faire. C'est un peu les retours que j'ai.

**Alexis Dupont, France Invest :** C'est vrai un peu sur tous les sujets c'est vrai. Mais en même temps, ils pourraient aussi regarder le texte, en se disant qu'ils vont pouvoir préserver mon entreprise d'un risque de requalification fiscale.

**Marc Sabaté, France M&A :** Il y a une pédagogie qui est en marche. Après le ras le bol fiscal, va très largement au-delà du sujet "Man Pack" : les impôts de production, la CSRD, la compliance... cela fait beaucoup pour les PME qui sont désavantagées par rapport aux pays voisins comparables.

**Thomas Claverie, Oderis :** Même s'il s'applique sur la tranche marginale, un taux de 60% est confiscatoire. On peut clarifier sans confisquer. C'est par ailleurs en contradiction en termes d'esprit avec la volonté de pousser les entreprises à envisager des mécanismes de partage de la valeur. Enfin il est navrant de constater que le législateur n'a pas essayé d'adapter son mécanisme selon les enjeux et/ou les secteurs des sociétés concernées. En effet dans des

"people business" où la génération qui monte est indispensable à la réalisation de la performance future, cela peut être décourageant d'une part et pénaliser la capacité de réinvestissement d'autre part. Enfin pourquoi ne pas non plus avoir pensé à des mécanismes d'abattement sur des critères ESG objectifs afin de continuer à supporter cette transition mais également de sortir de la logique punitive pour s'orienter vers une logique incitative. Bien entendu il ne faut pas faire une usine à gaz néanmoins il aurait été intéressant de nuancer un peu ce mécanisme.

**MdA : François, on parle d'ESG et d'associer les salariés largement aux succès de l'entreprise. C'est dans votre ADN chez Arkea. Vous faites systématiquement des PEE ?**

**François Even, Arkea Capital :** On essaye d'associer le plus largement possible. On a une forte conviction et cela fait partie de la ligne d'Arkea Capital. Le sujet de la complexité dont parlait Jacques-Henri est réel et aussi au niveau de la transparence. On a l'obligation de les voir régulièrement. Cela nécessite une pédagogie plus longue. Mais ne serait que l'année dernière on a mis en place deux PEE. Et les dirigeants qui étaient un peu frileux sur cette mise en place ont eu un taux de succès de 90%. Ils en ont fait leur plus grande fierté de l'année. Il y a aussi un coût c'est vrai qu'il ne faut pas sous-estimer.

**Olivier Renault, Lamartine Conseil :** Mais celui-ci a tendance à baisser. J'ai en tête un fonds d'investissement qui l'a fait récemment et qui supporte un coût annuel inférieur à 10 000 euros par an.

**Alexis Dupont, France Invest :** On travaille aussi beaucoup dessus chez France Invest. Ce que l'on voit c'est que la responsabilité des fonds est très importante. Il faut arriver à être bien préparé pour pouvoir pousser le

sujet de façon convaincante auprès des entreprises.

**François Even, Arkea Capital :** Sur les critères ESG qu'abordaient Thomas, je suis assez d'accord, il faut aussi trouver des critères matériels solides et tangibles pour que les dirigeants se disent que c'est atteignable et pas trop flou. Cela implique d'avoir des mesures assez précises.

**Jacques-Henri Hacquin, NG Finance :** Oui, on l'a déjà mis en œuvre sur certains management packages, notamment en 2021. À l'époque, les dirigeants s'étaient vraiment posé la question de l'intégration de critères ESG dans les dispositifs d'intéressement. L'idée, c'était d'aller au-delà du simple discours, et de lier concrètement une partie de la création de valeur à des engagements mesurables.

On est ainsi arrivé à structurer un système d'incentive basé sur cinq critères ESG précis. Cela montre que c'est non seulement faisable, mais que cela peut aussi renforcer l'adhésion des équipes et donner du sens à la performance collective.

C'est clairement une tendance de fond, qui va dans le sens de l'histoire. Intégrer les salariés, élargir le partage de la valeur, c'est une attente forte du marché, mais aussi des investisseurs. Et les dispositifs comme les PEE, ou des structures d'intéressement adossées à des objectifs ESG, permettent de répondre à cette attente de manière concrète. ■

fonds de dotation  
**Jasmin**  
capital



CE FONDS DE DOTATION SOUTIENT  
DES ŒUVRES D'INTÉRÊT GÉNÉRAL

LA SANTÉ  
L'ÉDUCATION  
LA PROTECTION DE L'ENVIRONNEMENT  
LA PROMOTION DU SPORT  
L'INCLUSION SOCIALE



Le fonds de dotation reçoit les dons, donations et legs, de la part des :

- Entreprises, qui peuvent bénéficier d'une réduction d'impôt de 60 % du montant des dons, dans la limite de 5 % du chiffre d'affaires
- Particuliers, qui peuvent bénéficier d'une réduction d'impôt sur le revenu (IRPP) de 66 % du montant des dons, dans la limite de 20 % du revenu imposable

32, rue de Caumartin - 75009 PARIS  
+33 (0)1 83 62 82 59 - contact@jasmincapital.com

[www.jasmincapital.com/mecenat](http://www.jasmincapital.com/mecenat)