

PROPOS RECUEILLIS PAR ONDINE DELAUNAY ET LUCY LETELLIER.  
REPORTAGE PHOTOS PAR MARK DAVIES.

# GROWTH EQUITY : TRANSFORMER LES ENTREPRISES DE CROISSANCE EN CHAMPIONNES

*Alors que le growth equity américain est déjà très bien servi, le marché européen, s'est structuré plus tardivement sur le segment de l'investissement dans les entreprises tech qui sont rentables, ou en passe de le devenir. Depuis 2020, face à la croissance exceptionnelle de la French tech, les investissements se sont multipliés et la dynamique du growth equity est véritablement enclenchée sur le marché hexagonal. Le panel d'investisseurs attiré par le growth equity s'est également élargi. Qu'est ce qui caractérise le growth equity ? Pourquoi les dirigeants de jeunes sociétés d'avenir ne peuvent désormais plus faire l'impasse sur ce type de financement ?*

[ HÉLÈNE PARENT,  
ASSOCIÉE, HOGAN LOVELLS

[ CHRISTOPHE EBERLÉ,  
FOUNDER & CEO, OPTIMIND

[ OLIVIER SCHWAB, ASSOCIÉ &  
CO-FONDATEUR, NG FINANCE



## QUELLE DÉFINITION DU GROWTH EQUITY ?

**Charles-Emmanuel Prieur :** Le growth equity peut être défini de deux manières. La première comme un investissement en equity important réalisé par des fonds d'investissement, souvent anciens fonds LBO ou ventures, qui investissent dans des entreprises de la tech en ultra-croissance, qui sont rentables ou proches de l'être, et qui s'internationalisent. C'est sans doute une vision réduite du marché. Une vision plus large consiste à considérer que le growth equity revient à un ancien métier, celui du capital-développement, c'est-à-dire le financement des PME. En mettant de côté le montant important de l'investissement du growth equity, les mécanismes sont assez similaires à ceux du capital développement. Il s'agit d'accompagner des PME rentables dans une nouvelle étape de leur croissance.

**Hélène Parent :** Le growth equity, c'est tout simplement le financement de sociétés en forte croissance. Il a connu un essor particulier car la conjoncture a fait émerger des champions de croissance, fort consommateurs de capitaux. Il est à la frontière de deux métiers historiques : le venture et le LBO. Trop grosses pour le venture et ne dégagant pas les cashflow nécessaires pour supporter le leverage, les fonds classiques de private equity ne sont pas toujours adaptés aux sociétés qui cherchent à lever des montants importants pour se développer. Prenons l'exemple de la plateforme française de gestion de cryptoactifs Ledger qui a finalisé, le 10 juin dernier, une levée de fonds de 380 M\$. Toutes ces sociétés en hypercroissance ont besoin d'énormément de cash et si elles sont profitables, elles réinvestissent tout dans leur croissance, dans le BFR ou dans des acquisitions. Le growth equity s'adresse donc plutôt aux scale-up (et non plus aux start-up) particulièrement dans le secteur de la tech. ➤

**FRANÇOIS BOULET,**  
ASSOCIÉ FONDATEUR, HR PATH

**CHLOÉ GIRAUT-PIERRON,**  
HEAD OF FINANCE, QONTO

**CHARLES-EMMANUEL PRIEUR,**  
ASSOCIÉ, UGGC AVOCATS



**Olivier Schwab :** J'ai une vision financière et économique du growth equity. Il s'agit d'une étape intermédiaire entre du venture et du capital-développement, à tout le moins du LBO. Ce sont des sociétés qui ont déjà un produit établi et qui souhaitent trouver un financement complémentaire assez lourd, pour atteindre une phase qui leur permet de soutenir leur avantage compétitif dans la durée. Si le growth equity est particulièrement associé à des sociétés qui opèrent dans la santé et la finance (fintech), voire l'assurance (assurtech), il concerne aussi des secteurs plus classiques, tels que l'entertainment.

**Christophe Eberlé :** Ce que je trouve intéressant dans les fonds de growth equity, c'est leur capacité à aller au-delà du secteur de la tech. Je connais bien le fonds Ardian Growth, qui est entré au capital d'Optimind en 2019, société spécialisée dans le consulting expert, sur des sujets autour de la gestion des risques quantitatifs et qualitatifs. Elle est la preuve que le growth equity concerne aussi des entreprises un peu plus classiques que celles de la tech, ayant des leviers différents, mais qui sont en croissance, rentables et scalables.

**François Boulet :** Je crois que le secteur de la tech est un peu vulgarisé aujourd'hui. Pour moi, une entreprise de la tech a, avant tout, une double croissance : interne et externe. Et pour réaliser sa croissance externe, elle va chercher un fonds qui regardera sa croissance interne pour vérifier qu'il aura le TRI attendu. HR Path s'est tourné vers des fonds de growth (Ardian, Activa Capital, Andera Partners) et est actuellement en série C.

notamment dans la perspective de nouvelles étapes à l'international (croissance externe, IPO, etc.). Nombre d'entre elles ne choisissent pas uniquement les fonds qui vont les accompagner pour leur capacité financière, mais aussi pour l'image de marque, et la possibilité de leur apporter un réseau et leur connaissance du marché.

**Chloé Giraut-Pierron :** Pour choisir ses investisseurs, une multitude de critères entrent en considération. Tout d'abord, l'expertise sectorielle. C'était le cas pour Qonto, une néobanque qui évolue dans un secteur très compétitif aujourd'hui. Nous contactons nos investisseurs très fréquemment pour leur demander conseil sur notre business modèle, sur des outils ou

## Qonto

*est une néobanque pour PME, fondée, en 2016, par Alexandre Prot et Steve Anavi. L'équipe a levé 104 M€ en série C en début d'année.*



## QU'ATTENDRE DE SES INVESTISSEURS ?

**François Boulet :** Le fonds apporte une crédibilité à l'entreprise et lui permet de s'internationaliser. Lorsque l'on s'établit par exemple aux États-Unis, le capital peut être mis à mal pour négocier de gros contrats face des Américains, il peut y avoir des besoins de garanties financières. Le fait de faire entrer le fonds permet à la société d'avoir du cash et de minimiser les risques.

**Olivier Schwab :** C'est l'obtention d'une notoriété, d'une marque et d'un statut qui est recherchée par ces sociétés,

**CHLOÉ GIRAUT-PIERRON,**  
HEAD OF FINANCE, QONTO

des best practices en termes de reporting. Un autre critère essentiel de choix des investisseurs est le réseau international. Depuis le premier jour nous avons raisonné à l'échelle européenne, en envisageant une expansion progressive vers des pays culturellement proches, avec les mêmes pain points qu'en France. Bénéficier d'investisseurs dans ce stade de développement, qui sera long, est un atout et un gage de crédibilité. Rappelons que dans le growth equity, il y a plus d'étapes de financement. On ne s'engage pas directement dans un processus d'IPO, contrairement à d'autres sociétés traditionnelles. Dans notre secteur, certaines sociétés sont en train de lever leur série G ! Se faire accompagner par des experts durant toutes ces années d'hypercroissance, est très important. Et dans ce cadre, avoir des investisseurs qui ont une étiquette internationale est intéressant pour attirer les meilleurs talents.

**Hélène Parent :** Contrairement au LBO classique, aucun investisseur ne devient actionnaire majoritaire. Il s'agit d'investissements minoritaires, ce qui n'implique pas nécessairement que les managers demeurent majoritaires. L'écosystème français est extrêmement favorable et développé, et rayonne à l'international. Des fonds de toutes nationalités, États-Unis en tête, s'intéressent désormais aux acteurs de l'hexagone. Près de la moitié des fonds levés par les sociétés françaises proviennent de fonds étrangers (Accel, 10T, Upfront, Softbank, Tencent, etc.). Même si le marché américain, du fait de sa profondeur, est souvent cité en exemple, nos sociétés sont de très bonne qualité et attirent les fonds français et internationaux.

**Chloé Giraut-Pierron :** Nous avons levé une série C de 104 M€. Notre captable est très internationale avec des investisseurs russes (DST), chinois (Tencent), américains (Valar), et français (Alven). Notre tour de table est aujourd'hui assez équilibré avec des minoritaires qui sont tous *eyes on*. Nous bénéficions ainsi des best practices du monde entier en les adaptant à celles de la France, s'agissant de la vente en b-to-b.

**Christophe Eberlé :** Lors de notre levée de fonds, je me souviens avoir dit à Ardian que je ne cherchais pas de l'argent car, depuis quelques temps, on peut lever de la dette assez facilement. Mais je souhaitais d'abord obtenir un galon supplémentaire, une image, une consolidation de la marque.



**CHRISTOPHE EBERLÉ,**  
FOUNDER & CEO, OPTIMIND

**Société de conseil** dédiée à la gestion des risques, qu'elle soit qualitative, quantitative et administrative, Optimind a levé 25 M€ auprès d'Ardian Growth en 2019.

Force est d'ailleurs de constater que lorsqu'Ardian est entré au capital, les clients nous ont regardé un peu différemment. Je cherchais également une normalisation, une formalisation du capital et du partenariat avec les investisseurs pour préparer la suite et attirer les talents. Le growth equity permet de sortir l'entreprise du cadre PME entrepreneurial et de la préparer au statut d'ETI.

**Charles-Emmanuel Prieur :** Plus que du cash, une partie des dirigeants attend de l'expertise et de l'assistance dans leur secteur d'intervention. De ce point de vue-là, je constate parfois des déceptions. Certains dirigeants avaient peut-être des attentes trop importantes. Mais je crois que les fonds de nouvelle génération sont plus spécialisés. Il existe des fonds sectoriels avec des équipes qui s'investissent dans d'autres activités que le simple suivi de leur participation et apportent de nouvelles perspectives aux dirigeants de société. Une interaction rapide et efficace, *via* des réseaux comme whatstapp, pour par exemple

>



choisir un logiciel, un outil de gestion... La contrepartie des fonds sectoriels est que, par définition, ils agissent sur l'ensemble d'un secteur. Leurs sociétés en portefeuille ont donc des activités très comparables, ce qui peut parfois poser problème.

**François Boulet :** Les fonds sont toujours composés des mêmes profils formés dans les grandes écoles. Ils sont rationnels ce qui convient d'ailleurs aux LPs qui attendent d'abord leur ROI et qui ne sont pas prêts à financer des idées saugrenues à perte.

## QUELLE RELATION AVEC LES FONDS?

**Hélène Parent :** Il y a autant de typologies de fonds qu'il existe de sociétés, et même au sein d'un même fonds les directeurs de participations n'auront pas tous la même approche. C'est pourquoi il est important pour les dirigeants et les fondateurs de passer du temps avec leurs futurs partenaires afin de trouver celui qui les accompagnera le mieux, qui connaisse son industrie, puisse contribuer au succès et avoir le fit culturel. C'est d'autant plus important qu'ils vont être amenés à collaborer pendant plusieurs années.

**Christophe Eberlé :** Quel est l'horizon de sortie en moyenne?

**Hélène Parent :** Environ cinq ans.

**Christophe Eberlé :** Ah oui, c'est très long aujourd'hui! En effet, j'ai l'impression

*En 2020, les entreprises innovantes françaises ont réalisé*

**620 opérations de levées de fonds,**

*pour un montant de 5,4 Mds€. Dans le Top 5 de l'année :*  
Voodoo (400 M€),  
Mirakl (256 M€),  
Ynsect (190 M€),  
Ecovadis (182 M€)  
et ContentSquare (173 M€).

*(source : baromètre EY du capital risque 2020)*

qu'il y a une accélération du tempo des opérations, du fait sans doute de l'importance de liquidités sur les marchés. Lorsqu'un fonds souhaite sortir plus tôt, c'est intéressant pour un dirigeant du point de vue de l'excitation de l'opération, du mouvement, du développement et du nouveau projet. Mais c'est parfois un peu trop rapide sur le plan humain. Lorsque la société a fait beaucoup de croissance organique avec des taux de croissance à 30 ou 40 % pendant plusieurs années, elle aboutit à une taille qu'elle ne peut pas dépasser sans facteur exogène. Cette adrénaline des débuts se perd quand on ne fait plus que 10 ou 15 % de croissance. La levée va permettre, avec des build-up et des investissements massifs, de retrouver cette sensation de vitesse des débuts.

**François Boulet :** Au début, quand Ardan est entré au capital de HR Path, j'en attendais beaucoup. Je pensais que mon carnet d'adresse allait être multiplié par trois, j'y ai mis beaucoup d'énergie. Au bout de neuf mois, j'ai compris que leur apport ne se situait pas là. Depuis, j'ai moins d'attentes mais je sais que je peux compter sur les fonds pour le cash-in pour faire mes acquisitions et le cash-out pour mes actionnaires. Le reste c'est du bonus. Moi aussi, j'ai donc mûri sur le sujet.

**Christophe Eberlé :** Je crois que sur nos types de marché, assez spécifiques, ni un fonds, ni aucun investisseur, ne va pouvoir aider le dirigeant à se créer des contacts, trouver des bonnes cibles, etc. Personne ne connaît mieux que lui son marché.

**François Boulet :** Je partage l'opinion de Christophe sur la nouvelle dynamique qui se crée lors du changement d'actionnaire. À son entrée, le fonds veut changer les choses, faire évoluer parfois le management. Je donne un exemple : lors de son arrivée, un fonds minoritaire m'a indiqué que mon directeur financier n'était pas à la hauteur d'un groupe qui s'internationalise et m'a annoncé qu'il souhaitait le changer. J'ai refusé en lui rappelant qu'il était minoritaire. Un an plus tard, le fonds félicitait le directeur financier pour son travail. Si le fonds avait été majoritaire, qui plus est américain, j'aurais été obligé d'acter le changement. Comme on peut le voir chez Silver Lake qui a fait du changement de management sa spécialité.

**Hélène Parent :** C'est en effet une différence avec le LBO. Il y a généralement une multitude de fonds au capital qui sont tous minoritaires. Les dirigeants doivent respecter le pacte et rendre des comptes mais ils conservent une certaine liberté. Il est également extrêmement important que l'équipe de management puisse être incentivée pour accompagner la croissance de l'entreprise.

**Olivier Schwab :** Cette phase de growth equity peut être en effet très excitante mais aussi très critique et risquée. On atteint un tel niveau de taille et de croissance qu'il va falloir embarquer avec soi des personnes clés. Du point de vue de l'humain, c'est absolument essentiel. Il faut donc gérer le, ou les fonds, mais aussi penser à intégrer les cadres dirigeants dans toute cette évolution et cette mouvance.

**Christophe Eberlé :** C'est le moment où l'on dissocie l'entreprise de son dirigeant fondateur. C'est de nature à rassurer les investisseurs, mais aussi à retenir les talents. Quand l'entreprise est encore sensible à ses, ou son dirigeant historique, durant les premières séries, tout se passe comme ce qui est souhaité par le dirigeant et le fonds a d'abord vocation à aider à peser les décisions. Ce sont des équilibres d'intérêts convergents, peu importe le pacte.

**François Boulet :** Le fonds français a tout intérêt à ce que les relations avec le dirigeant French Tech soient bonnes. Cela lui permettra de conclure de nouveaux deals dans la Tech. C'est à l'avantage de l'entrepreneur.

**Charles-Emmanuel Prieur :** C'est sans doute ce qui sépare le growth equity du capital développement classique. Dans ce dernier



**[ CHARLES-EMMANUEL PRIEUR,**  
ASSOCIÉ, UGGC AVOCATS

cas, la négociation du pacte est un peu plus virile entre un fondateur dirigeant majoritaire et un, ou deux, fonds minoritaires. En growth, les montants levés sont si importants qu'effectivement, les fondateurs sont minoritaires et sont même parfois quatrième ou cinquième dans la captable, avec, en face, quatre fonds, voire aussi les *friends & family* du tour de seed capital. La géographie change alors totalement et la légitimité du dirigeant, comme sa connaissance du secteur, prime sur le reste. Lorsqu'un vote sur le changement de CFO est présenté au board, comme dans l'exemple cité par François Boulet, le dernier mot peut revenir au dirigeant par sa légitimité plus que par les droits qu'il pourrait tirer du pacte d'associés. J'ajoute que la pression mise sur l'équipe de management est importante face à un board qui compte un grand nombre de personnes ayant une expérience souvent plus longue que celui-ci. Il faut avoir cette appréhension en tête lorsque l'on négocie le pacte.



## COMMENT NÉGOCIER LE PACTE D'ACTIONNAIRE ?

**Hélène Parent :** Il n'existe pas de règle absolue pour négocier un pacte d'actionnaires et la documentation d'investissement. Les techniques et mécanismes sont différents de ceux du LBO ou du venture. Il faudra prendre en compte la composition du capital, le réinvestissement ou non des fonds historiques, la détention des fondateurs, etc. C'est un équilibre à trouver entre tous. Le rôle de l'avocat est primordial dans ces discussions : il doit veiller à ce que

### Spécialiste de la performance RH des entreprises,

*HR Path a obtenu en début d'année un financement de 113 M€ auprès de banques françaises pour accélérer sa croissance et devenir la référence mondiale des ressources humaines.*



[ **FRANÇOIS BOULET,**  
ASSOCIÉ FONDATEUR, HR PATH

l'équilibre soit maintenu mais également à préserver les relations entre fondateurs, actionnaires historiques et nouveaux entrants. Généralement, le pacte est rédigé de sorte qu'aucune partie n'ait seule un droit de veto ou tous les pouvoirs. Lors d'un board, il y a beaucoup de discussions mais l'on aboutit très souvent, à la fin de la journée, à un consensus. J'ai rarement entendu un client me dire qu'il a eu besoin de forcer l'application du pacte, heureusement ! Il y a un alignement d'intérêts entre le management et les fonds. La société a besoin d'argent pour se développer, recruter les bonnes personnes, que le fond apporte. Et le management a la légitimité et la connaissance de son marché. Les investisseurs sont présents, dans le long terme, pour accompagner la transformation de l'entreprise. Le growth permet de structurer la société pour l'étape d'après, quelle qu'elle soit.

**Christophe Eberlé :** Finalement le growth permet de passer d'un statut de PME basique qui a fait ses preuves, à celui d'ETI.

**Olivier Schwab :** Tout va très vite durant cette période de transformation en termes de gouvernance, de taille, de mise en place de process M&A, de recrutement des bonnes personnes susceptibles de gérer ce type de croissance en France et à l'international. Avant de mettre en place les management packages, il faut s'assurer que les personnes recrutées soient fiables. Or dans un timing aussi court, il y a des risques d'erreurs.

**Chloé Giraut-Pierron :** Nous avons des processus de recrutement renforcés avec des back ground checks très performants pour s'assurer que le salarié a des ambitions de long terme dans l'entreprise. Pour attirer les meilleurs, Qonto doit être compétitive en matière d'incentives. C'est d'ailleurs une demande des salariés qui nous rejoignent. Nos dernières levées de fonds nous permettent d'attirer et de retenir les meilleurs en leur offrant à la fois un salaire attractif avec une rémunération variable indexée à l'hypercroissance de Qonto, et des BSPCE (bons de souscription de parts de créateur d'entreprise) aux managers clés. En participant à la performance de Qonto, nos salariés adhèrent à un projet de long-terme. Nous avons toutefois ouvert le capital de façon pragmatique aux managers, au fur et à mesure du développement de Qonto, pour avoir une captable claire et compréhensible.



**[ HÉLÈNE PARENT,**  
ASSOCIÉE, HOGAN LOVELLS

**Charles-Emmanuel Prieur :** Cette composition du board diversifiée et sans majoritaire peut en effet impliquer une forte pression sur le dirigeant par le nombre d'actionnaires représentés. Quand on négocie le pacte, au-delà du juridique, le conseil doit réfléchir à l'avance à la dynamique des réunions du conseil d'administration. Car au-delà de savoir qui a le droit de veto et dans quel cas, dans la réalité, personne n'arrive avec une copie de son pacte en réunion. Il faut donc imaginer comment cette réunion peut se dérouler. Disposer d'un censeur, en plus du représentant du fonds, peut se révéler une option qui a plus d'impacts concrets que les stricts droits qui sont liés à cette désignation. Autre situation risquée : celle où les fonds minoritaires ont des intérêts divergents et s'opposent systématiquement entre eux. Le dirigeant peut alors avoir du mal à faire émerger une décision de gestion, alors que c'est nécessaire.

**Hélène Parent :** Avant même la conclusion du pacte, il y a bien souvent une discussion poussée sur la composition et la taille du board et les règles de majorité. On se retrouve généralement avec une captable élargie et il faut éviter d'avoir trop de personnes au board, sans quoi plus aucune décision ne peut être prise rapidement.

**Christophe Eberlé :** On perd alors l'agilité propre à l'entreprise de croissance. En vous écoutant, j'en conclus qu'il y a deux mondes dans le growth equity : celui de la première levée qui est relativement simple et dans lequel on réfléchit un peu moins car tout le monde suit le ou les dirigeants. Les choses se compliquent ensuite, face à l'éclosion du capital, avec des désalignements d'intérêts sur des questions stratégiques. Je crois que l'adrénaline du dirigeant se trouve surtout dans la première levée qui permet de réaliser en quelques mois ce qui aurait été fait seul en cinq ans. Pour ma part, les investisseurs sont une aide à la pesée de mes décisions, et une aide gratuite. Ils ne sont pas mes salariés, il n'y a pas de lien de subordination, ni de contrat de prestation. Ils ont une convergence d'intérêts pure avec moi et n'ont pas d'arrière-pensées sur ce qu'il faut faire ou pas.

**Charles-Emmanuel Prieur :** Certains vous répondront tout de même qu'au regard du TRI attendu, l'aide n'est pas totalement gratuite!





**Christophe Eberlé :** La convergence est totale avec les intérêts du dirigeant-actionnaire et les réponses sont dénuées de toute arrière-pensée, indépendamment du TRI. Ce qui *a priori* me convient.

**Hélène Parent :** Au vu des sommes levées, les investisseurs veulent avoir leur mot à dire pour certaines décisions clefs. C'est pourquoi je pense qu'il faut idéalement pouvoir intégrer un ou deux membres indépendants au sein du board, pour être la voix neutre entre les fonds et le dirigeant. L'équilibre doit être trouvé, même s'il ne faut pas perdre l'agilité du début, comme vous le disiez.

**Olivier Schwab :** Que ce soient les investisseurs ou les dirigeants, l'objectif est de gagner de l'argent. Pour avoir une gouvernance saine, il faut d'abord des intérêts financiers équilibrés. Dans ce cadre, les discussions sur la structuration des management packages sont essentielles pour pouvoir concilier les intérêts de chacun.

**Hélène Parent :** Il est également important entre les tours de permettre un peu de cash-out pour le management, afin qu'il soit sécurisé et pas trop tendu sur le long terme. Il doit néanmoins continuer à avoir de l'incentive pour continuer à avoir un intérêt à développer et faire grandir l'entreprise. Cet équilibre est sain.

### Le « Baromètre 2021 de l'attractivité de la France »,

*publié par le cabinet Ernst&Young, confirme le maintien de la France au 1<sup>er</sup> rang européen pour l'accueil des investissements internationaux en 2020.*

## QUELLE SORTIE DU GROWTH EQUITY?

**Charles-Emmanuel Prieur :** La meilleure méthode de sortie est d'abord celle qui permet une liquidité au fonds. À la rigueur peu importe la méthode pourvue qu'elle soit efficace, c'est-à-dire qu'elle permette une liquidité. S'il y a en plus différentes options possibles, le choix revient souvent au dirigeant. À partir du moment où le fonds obtient son TRI d'objectif, il a atteint son but. S'agissant des options, le transfert de participation d'un fonds à un autre est une hypothèse récurrente. L'hypothèse de l'IPO peut également être analysée. Les États-Unis offrent cette possibilité de s'introduire en Bourse compte tenu de la profondeur du marché coté, même si le nombre de délisting est important. Notons tout de même que le peu de profondeur des marchés cotés en Europe rend cette hypothèse moins probable. Dans la fintech comme dans les biotech par exemple, on peut supposer que ce sont les intervenants corporate du secteur qui offriront de la liquidité à un certain nombre de start-up.

**Hélène Parent :** Toutes les options de sortie me paraissent possibles. D'abord bien sûr l'IPO classique. À l'image de Believe qui vient de s'introduire sur Euronext Paris.

Autre option : le recours aux SPAC. Aux États-Unis, 420 SPAC ont levé 130 Mds\$, on attend de voir dans quoi ils vont investir. Précisons qu'ils règlent un certain nombre de sujets, notamment de valorisation que l'on connaît à l'avance, et ont l'avantage de la rapidité. Il existe cependant beaucoup de SPAC mais peu de cibles de qualité. Sans oublier bien sûr l'hypothèse du M&A ou du LBO lorsque la société est arrivée à un stade de maturité et de rentabilité qui l'autorise à supporter un tel endettement. Le growth permet à la société de changer de visage et de se structurer différemment afin d'anticiper les sorties possibles.

**François Boulet :** La sortie dépend de ce que veut faire l'équipe de management. S'ils veulent continuer à grossir, ils changeront les fonds – c'est ce que nous avons choisi avec mon associé. D'autres feront entrer un nouveau fonds et monter les managers pour se mettre eux-mêmes en retrait, commencer à être dilués pour finalement partir. L'IPO est bien souvent une vente déguisée, surtout dans notre business. Et s'agissant des Spac, je n'ai pas encore vu d'effet concret.

**Hélène Parent :** C'est surtout qu'il y en a eu tellement qui ont été levés aux États-Unis – plus d'un par jour pendant les douze derniers mois. Ils sont obligés d'acheter des cibles, dans des délais courts. Or toutes les cibles ne sont pas mûres pour cela ou de bonne qualité...

**Chloé Giraut-Pierron :** Wework a été racheté par un Spac très récemment. Nous regardons donc ce phénomène de loin, presque comme un objet non identifié ! Nous avons, pour notre part, une vision plus traditionnelle de la suite. Nous privilégierons le secondaire avec de nouveaux fonds qui viendront compléter les actuels, avec probablement l'IPO sur le marché français par la suite.

**Christophe Eberlé :** Pour ma part, ce qui prime c'est la capacité à décider, de sortir, de rester ou de faire entre les deux. Quand on a une entreprise de croissance, c'est important de ne pas être « collé » à son groupe et de pouvoir décider d'être moins nerveux. Certains veulent enchaîner les levées pour aller toujours plus loin. Ce n'est pas mon projet. J'ambitionne plutôt de passer, un jour, la barre au management. Mais après, ce qu'on projette n'est pas toujours ce qu'il se passe. Il peut toujours survenir un projet industriel.

**Hélène Parent :** C'est pourquoi la partie cash-out est si importante.



**[ OLIVIER SCHWAB,**  
ASSOCIÉ & CO-FONDATEUR, NG FINANCE

**En 2021,**  
*le spécialiste français de l'e-commerce Contentsquare a bouclé une augmentation de capital de 500 M\$. La fintech iBanFirst a levé 200 M€. L'assureur Alan, 185 M€. Le vendeur d'appareils reconditionnés Back Market, 276 M€...*

**Charles-Emmanuel Prieur :** Le cash-out est un marqueur du growth. Il était inenvisageable pour des fonds de l'ancienne génération, de voir des dirigeants faire du cash-out, c'est-à-dire obtenir une liquidité, avant eux. C'était totalement contre-intuitif. Dans les pactes, des clauses étaient prévues pour l'empêcher. Aujourd'hui, cela est devenu quasi systématique et logique, notamment pour dérisquer le dirigeant et pour simplifier une partie de la captable. Dès lors, les augmentations de capital de série C ou D sont plus complexes, car tous ces éléments doivent être pris en compte.

**Hélène Parent :** Il faut prévoir en parallèle du cash out des mécanismes de relation et d'incentive pour les fondateurs et les cadres dirigeants. C'est également important pour la marque employeur et l'attractivité. Tout ceci se négocie.