



# LBO : QUAND LES DIRIGEANTS PRENNENT LE POUVOIR

Fruit d'un équilibre parfois âprement négocié, la répartition du pouvoir entre managers et fonds reste la clef de voûte d'un buy-out réussi.

**Q**uel est le point commun entre le groupe d'ingénierie industrielle Fives, le fournisseur de spécialité chimique Safic-Alcan et le verrier Saverglass ? Tous ont des dirigeants que le microcosme du private equity pourrait qualifier de « consubstantiel » à leur société. Il faut entendre par là que la performance de ces sociétés serait intrinsèquement liée à leur dirigeant. Cette sorte d'indissociabilité, acquise en raison d'une légitimité opérationnelle ou d'une position actionnariale forte du manager, est en outre portée par la maturité du non-coté tricolore. Profitant d'un développement important au cours des deux dernières décennies, le nombre de LBO tertiaires et quaternaires n'a cessé d'augmenter. « Au fil

du temps, en France, une génération de puissants chefs d'entreprise a émergé aux côtés des sponsors, avec à la clé un poids actionnarial de plus en plus important, juge Isabelle Cheradame, associée chez Scotto & Associés. A force d'écoute, ces managers ont aussi eu le mérite de se forger une connaissance très approfondie du marché du private equity, mais aussi de ses acteurs – et de leur positionnement, de leurs contraintes et de leurs spécificités. » « Les management packages des dirigeants français sont généralement plus avantageux que ceux de leurs confrères européens, notamment britanniques, souligne Maxence Bloch, associé chez Goodwin. La clé du mid-cap français est le partenariat entre le management et l'investisseur. » Un partenariat reposant sur un point d'équilibre, dont



le curseur fluctue énormément d'une opération à une autre, mais aussi en fonction de l'offre et de la demande. A ce titre, la constante augmentation de la « dry powder » couplée au nombre limité d'actifs de qualité n'est pas sans conséquence. « Il y a naturellement une forme de "surenchère" autour de dirigeants courtisés », poursuit Isabelle Chera-dame. Parmi eux, certains sont plus ou moins raisonnables dans leurs prétentions. Des exigences en matière économique ou de gouvernance qui peuvent parfois amener certains fonds à refermer le dossier.

### Marges de manœuvre limitées

« La modération du levier d'endettement se retrouve fréquemment dans les demandes des managers, avant toute nouvelle opération », note Eric Delorme, qui a co-fondé le conseil financier Callisto. Des situations où l'engagement en equity doit donc être plus prononcé pour les fonds, « capables de réduire leurs ambitions à 13 ou 15 % de TRI, pour rester dans la course », commente un banquier d'affaires. Un impératif à l'heure où la présence de fonds souverains et de fonds de pension étrangers dans le mid-cap tricolore s'accroît. Le dernier institutionnel en date à avoir apporté sa contribution au phénomène n'est autre qu'Omers, le gestionnaire du régime de retraite des employés municipaux de l'Ontario (lire, p. 4). Son agilité lui a permis de devancer un large panel d'usual suspects pour prendre pied chez Trescal (participation d'Ardian). La logique d'investisseurs de long terme séduit les managers. Pour son quatrième LBO, **Ceva Santé Animale** – dirigé par Marc Prikazsky – s'était appuyé en 2014 sur le fonds souverain Temasek et le chinois CDH Investments, ainsi que sur d'autres « animaux » du private equity connus pour leur souplesse comme Sagard et Euromezzanine. Les dirigeants du laboratoire vétérinaire girondin avaient été clairs dès le départ dans leur volonté de conserver le contrôle. Ils étaient aussi convenus de conduire eux-mêmes la recherche d'actionnaires, en compagnie de Lazard. Un cas de figure non isolé.

### Patrons vendeurs

Martial Lecat, dirigeant de **Safic-Alcan**, avait ainsi piloté le processus de cession fin 2014 pour aboutir à la sélection de Sagard et d'Euromezzanine. En parfaite adéquation avec ses partenaires financiers historiques, l'homme fort du groupe cherchait alors à reprendre le contrôle. Il en fut de même chez le leader européen des implants orthopédiques **Marle International**, où son CEO Antonio Gil a manœuvré le processus, conjointement avec Natixis Partners, avec la bénédiction de son actionnaire majoritaire Carlyle, en 2015. L'approche avait alors permis d'engager très tôt des discussions informelles avec Astorg, Permira, Ergon CP et IK Investment Partners – grand gagnant de cette « limited auction ». « Les négociations pré-deals sont primordiales et permettent

notamment de dresser une liste de fonds avec qui nous envisageons un rapprochement. Dans un deuxième temps, l'envoi des term sheets offre l'opportunité de tester leur réaction face aux exigences de la direction », note Loïc Quentin de Gromard, président de **Saverglass** – sous LBO avec Carlyle depuis l'an dernier. Doté d'une solide expérience, le dirigeant du verrier, en poste depuis 1985, a d'ailleurs lui aussi piloté le processus de cession devant aboutir au troisième LBO de son groupe, majoritairement détenu par Astorg jusqu'à fin 2015. Parmi les nombreux avantages concédés par Carlyle figurent la limitation du levier d'endettement à 3,7 fois l'Ebitda (le sujet du financement ayant été également négocié par Loïc de Gromard), l'absence de frais de gestion appliquée par le fonds lors du signing, ou bien encore l'obtention d'un « right to match ». « Dans l'industrie lourde, la stabilité de la structure actionnariale d'un groupe est importante. J'ai donc toujours obtenu l'accord de mes partenaires financiers pour ne pas qu'ils cèdent leurs parts avant trois ans », confie le dirigeant. Des signes de confiance qui ont permis à Carlyle de se démarquer, alors que le fonds – arrivé relativement tard dans le processus – ne figurait pourtant pas dans la liste de départ établie par le patron. Aux yeux de nombre d'observateurs, la consubstantialité de ce dernier avec sa société ne fait aucun doute. Astorg l'avait d'ailleurs appris à ses dépens. A la suite d'un désaccord, le fonds aurait tenté de le mettre à l'écart, avant de faire marche arrière en raison d'une véritable levée de boucliers des équipes de management. Une grosse vingtaine de cadres de Saverglass auraient fait irruption dans les locaux du fonds pour demander un rétropédalage de la décision. L'incident n'avait alors engendré aucune retombée médiatique – mais le dérapage du dossier FPÉE est encore dans tous les esprits. L'an dernier, **Verallia** avait aussi défrayé la chronique en ne parvenant pas à boucler la deuxième dividend recap pour ses principaux actionnaires, Apollo et Bpifrance, au capital depuis deux ans. Les dirigeants s'y étaient opposés et avaient obtenu que cette nouvelle émission de bonds ne soit plus portée par le holding d'acquisition mais par la structure d'investissement d'Apollo. « Ces tensions étant inhérentes, il faut parvenir à définir en amont un point d'équilibre entre les attentes légitimes du management et le besoin de contrôle du partenaire financier », avance Maxence Bloch, soulignant au passage le danger que comportent les deals aboutissant à des chèques en blanc pour les dirigeants. Un cas de figure qui, selon plusieurs acteurs du marché, se serait encore produit récemment lors de la prise de contrôle de **Grand Frais** par Ardian. Mais là encore, l'opération (une préemptive) a surtout mis en évidence l'engouement des fonds pour un actif « rare ». En six ans, l'enseigne a multiplié par 2 le nombre de ces points de vente et affiche une rentabilité bien supérieure à celle de ses concurrents.

AROUN BENHADDOU ET XAVIER DEMARLE