



Entre concurrence et complémentarité, les acteurs du private equity et du monde corporate se livrent de plus en plus souvent à un jeu de vases communicants, brouillant les lignes de démarcation du monde d'avant.

FONDS ET INDUSTRIELS : DU CHOC DES CULTURES À LA CONVERGENCE DES PRATIQUES ?

La surchauffe du marché des fusions-acquisitions ferait-elle perdre tous les repères ? Quand les fonds paient plus que les acquéreurs stratégiques en dépit du bon sens, les corporates sont également de plus en plus nombreux à revendiquer une approche « private equity » dans leurs offensives M&A. Pour le plus grand bonheur des sponsors qui s'offrent des sorties royales comme PAI l'a encore illustré tout récemment. Le fonds français a décroché le jackpot pour Noël en cédant l'éditeur de jeux de société Asmodée au groupe coté suédois Embracer pour le prix mirobolant de 2,75 milliards d'euros, soit 2,3 fois la valorisation du LBO ter de 2018. « Nous constatons un retour en force des corporates à l'achat avec une agilité accrue et

une forte vision stratégique qui les poussent à préempter des actifs dans les portefeuilles des fonds comme Saint-Gobain l'a récemment illustré avec le rachat de Chryso à Cinven », fait remarquer Jean-Philippe Bescond, associé-gérant chez Lazard. Révolu, le temps où les industriels, empêtrés dans leurs process à rallonge et leurs interminables due diligences se faisaient largement doubler par les financiers. « Les acquéreurs industriels font preuve de plus de sophistication financière et de prise de risque dans la structuration des opérations M&A, y compris chez des profils autrefois plus conservateurs comme les coopératives, souligne Cyril Kammoun, associé de Degroof Petercam. Ils s'imprègnent également des pratiques des fonds de private equity quand il s'agit de courtiser le management des cibles en mettant en place des dispositifs



Famille du média : Médias professionnels
 Périodicité : Mensuelle
 Audience : 30000
 Sujet du média : Banques-Finance



Edition : Novembre - décembre 2021
 Journalistes : H.E.B.
 Nombre de mots : 3596

d'intéressement plus attractifs, même s'ils peuvent difficilement s'aligner sur les management packages des investisseurs financiers. » « Dans les process très compétitifs, les industriels peuvent parfois calquer les management packages proposés par les fonds, abonde Isabelle Cheradame, managing partner de Scotto Partners. Sauf qu'ils doivent organiser contractuellement la liquidité, puisqu'ils n'ont pas d'horizon de sortie moyen terme comme les sponsors financiers. »

DES CORPORATES TRÈS « PE-COMPATIBLES »

Il arrive aussi que le sponsor ait tout intérêt à délimiter le process aux seuls industriels quand il s'agit d'une cible à l'intérêt stratégique avéré comme ce fut le cas pour Cromology cédé cet automne par Wendel à DuluxGroup. « Dans ce cas-là, l'introduction de compétiteurs financiers s'avère contre-productive, car elle pourrait pousser l'acquéreur industriel à ne pas payer la pleine valeur stratégique intrinsèque de la société, mais uniquement à se positionner en relatif par rapport aux financiers », glisse Jean-Philippe Bescond (Lazard). Ainsi, même dans des secteurs pas forcément reconnus pour leur fulgurance, les acquéreurs stratégiques sont prêts à dégainer une offre qui ne se refuse pas et à garantir une capacité d'exécution sans accrocs ni condition suspensive. « La mise en place de clauses d'earn-out n'est pas le standard sur des process très compétitifs », fait remarquer Thomas Maitrejean, associé de Goodwin, qui voit même apparaître des earn-out à caractère « agressif » servant à payer encore plus cher un actif sur la base du BP de l'année suivante, allant donc à l'encontre des pratiques habituelles en vertu desquelles les acheteurs payaient moins cher avec un earn-out. Plus généreux financièrement, les industriels savent aussi se montrer rassurants sur les velléités d'indépendance des équipes de management biberonnées au LBO. « On voit certains process où l'acquéreur stratégique est en mesure de garantir l'autonomie opérationnelle de la cible », confirme l'avocat. C'est d'ailleurs le cas du nouveau

propriétaire suédois d'Asmodee, connu pour agir un peu à la manière d'un fonds d'investissement sectoriel agrégeant les acquisitions de sa plateforme de buy-and-build sans



« LES CORPORATES ONT PRIS LE PARTI DE COMPOSER AVEC LA FLAMBÉE DES VALORISATIONS ENTRETENUE PAR LES MONTAGNES DE LIQUIDITÉ AMASSÉES PAR LE PRIVATE EQUITY », CYRIL KAMMOUN, DEGROOF PETERCAM

LES PRINCIPALES SORTIES INDUSTRIELLES EN 2021

	CIBLE	CÉDANTS	ACQUÉREUR	VALORISATION (en M€)
Déc. 21	Asmodee	PAI Partners	Embracer	2750
Juil. 21	Primonial	Bridgepoint, Latour Capital	Altarea	2000
Sept. 21	HRA Pharma	Astorg+Goldman Sachs	Perrigo	1800
Oct. 21	Cromology	Wendel	DuluxGroup	1260
Mai 21	Chryso	Cinven	Saint-Gobain	1000
Avr. 21	Talentsoft	Francisco Partners	Cegid (détenu par Silver Lake)	450
Déc. 21	Orolia	Eurazeo Small & Midcap	Safran	400
Nov. 21	Olinn	Argos Wityu	Crédit Agricole Leasing & Factoring	100
Déc. 21	Babyzen	Capital Croissance	Stokke	NC
Nov. 21	emagine	MBO & Co	ProData Consult (détenu par Axcel Partners)	NC

LES PRINCIPALES OPÉRATIONS DE CARVE-OUT POST-COVID

	CIBLE	CÉDANTS	ACQUÉREUR	VALORISATION (en M€)
Août 21	Tropicana	PepsiCo	PAI Partners	4600
Oct. 21	Ermewa	SNCF	CDPQ+DWS	3200
Juil. 21	Panzani	Ebro	CVC Capital Partners	550
Sept. 21	Rydoo	Sodexo	Marlin Equity Partners	NC
Juin 21	Cobham SR	Cobham (détenu par Advent)	Naxicap	NC
Avr. 21	Bonna Sabla	Consolis	EIM Capital	NC
Déc. 20	Consolis Rail	Consolis	TowerBrook	NC
Nov. 20	Kandelium	Solvay	Latour Capital	NC
Nov. 20	Sade Telecom	Veolia	Montefiore	NC
Sept. 20	Odigo	Capgemini	Apax	NC

SOURCE : PE MAGAZINE

POROSITÉ DANS TOUS LES SEGMENTS

« Tous les corporates ne sont pas des serial acquéreurs, nuance Romain Le Guen, managing director M&A-Private equity d'Accenture Strategy. Certains fonds ont développé des angles sectoriels pointus qui leur permettent de maîtriser le marché de leurs cibles tandis que les acquéreurs industriels ont généralement une vision en silos et moins de capacité à se benchmarker. » N'empêche, les lignes de démarcation sont désormais de plus en plus floues entre les comportements des industriels et des financiers. « Les corporates ont pris le parti de composer avec la flambée des valorisations entretenue par les montagnes de liquidité amassées par le private equity, analyse Cyril Kammoun, managing partner de Degroof Petercam, conseil notamment de Biogroup, le leader indépendant français de la biologie médicale qui a accéléré ses acquisitions ces derniers mois. Ils peuvent également se permettre de payer plus cher, car ils disposent de synergies industrielles et d'une vision à long terme contrairement aux fonds, contraints par des cycles courts. »



Famille du média : Médias professionnels

Périodicité : Mensuelle

Audience : 30000

Sujet du média : Banques-Finance



Edition : Novembre - decembre

2021

Journalistes : H.E.B.

Nombre de mots : 3596

Cette porosité se constate également dans le midcap : « Il y a clairement moins de différenciation entre industriels et financiers dans les process concurrentiels, les stratégies ayant gagné en agilité et les investisseurs financiers payant plus cher les cibles attractives », confirme Karel Kroupa, associé d'Argos Wityu, qui a récemment cédé le spécialiste du financement des équipements Olinn à Crédit Agricole Leasing & Factoring et mené il y a un an le spin-off de filiales françaises de l'éditeur Sword, rebaptisées Coexya. Bousculées sur leurs marchés par des fonds qui consolident à tour de bras, les PME et ETI ont également accéléré leur stratégie de croissance externe et n'hésitent pas à se positionner sur les process de sortie de leurs concurrents détenus par des financiers. Ce fut le cas pour le distributeur de solutions digitales Kodex racheté à Naxicap par l'ETI indépendante C'Pro en février 2020. Naxicap n'a d'ailleurs pas hésité à donner un petit coup de pouce à C'Pro pour sécuriser les capacités d'exécution de l'entreprise familiale, habituée aux petites acquisitions, mais qui ne s'était jamais attaquée à un aussi gros morceau, Kodex pesant plus de la moitié du chiffre d'affaires de son acquéreur qui affichait à l'époque 328 millions d'euros de revenus. « J'ai rencontré le dirigeant de C'Pro un an avant le lancement du process et je lui ai conseillé de se préparer en amont en anticipant les due diligences qu'exigeraient les banques pour financer une acquisition de cette taille », confie Angèle Faugier, associée de Naxicap Partners, qui a « coaché » le self-made man, convaincue que la greffe allait prendre en raison de la proximité culturelle entre les deux entreprises rhône-alpines.

DES CARVE-OUT AU COMPTE-GOUTTE

De l'autre côté du spectre, la revue accélérée de portefeuille des industriels laisserait entrevoir un « pipe » prolifique pour les carve-out. Pour autant, la concrétisation semble encore loin d'être au rendez-vous et la concurrence des acquéreurs stratégiques est redoutable sur les opérations les plus en vue du marché, comme l'a illustré la disqualification de Bain Capital par Bouygues sur le rachat d'Equans. « La crise du Covid n'a pas déclenché un raz-de-marée de carve-out, car

la liquidité étant restée abondante, les industriels n'ont pas eu à s'astreindre à des cessions d'actifs sous pression », souligne Jean-Philippe Bescond, associé-gérant chez Lazard. D'autant que, pour les corporates, la cession d'actifs non-core sous-performants peut se révéler paradoxalement contre-productive. « Quand une filiale représente une très faible part de l'activité d'un groupe coté, le marché sera plus préoccupé par la certitude d'exécution de la transaction que par la valorisation obtenue ; si l'actif est mis en vente et ne trouve pas preneur, la sanction peut être sévère », poursuit le conseil M&A. D'où les carve-out à dose homéopathique, trustés par les usual suspects du secteur. « Le carve-out est une des raisons d'être du métier du private equity, qui a acquis ses lettres de noblesse en devenant l'actionnaire de transition d'activités orphelines entre deux propriétaires industriels naturels », rappelle Jean-Christophe Germani, managing partner et responsable de l'activité en France de CVC, dont le portefeuille comporte environ 40 % de ces anciennes belles endormies végétant dans de grands groupes. Le fonds d'origine britannique, aux 125 milliards de dollars sous gestion, s'est encore récemment illustré en déléguant Unilever de sa branche théas, dont la marque Lipton, pour une valorisation de 4,5 milliards d'euros. En France, il est en passe de finaliser l'acquisition de la marque de pâtes Panzani auprès du groupe espagnol Ebro, au prix de 550 millions d'euros.

UN TROPISME PARTICULIER

Dans l'Hexagone, PAI Partners figure parmi les grands spécialistes de cette discipline, en particulier dans le secteur agro-alimentaire, où il est connu entre autres pour le premier carve-out de Panzani et Amora de l'activité épicerie de Danone à la fin des années 1990, sa prise de participation majori-



« DANS LES PROCESS TRÈS COMPÉTITIFS, LES INDUSTRIELS PEUVENT PARFOIS CALQUER LES MANAGEMENT PACKAGES PROPOSÉS PAR LES FONDS », ISABELLE CHERADAME, SCOTTO PARTNERS



Angèle Faugier, associée de Naxicap

Quand Eurazeo cède, à la fin de 2020, le groupe de cliniques privées C2S à Elsan en LBO avec KKR et Ardian, s'agit-il d'une sortie industrielle ou financière ?

LES OPÉRATIONS HYBRIDES

Idem quand Webhelp déléste le fonds new-yorkais One Equity Partners de sa participation OneLink. À la croisée des deux mondes, on observe ces derniers mois la montée en puissance d'une nouvelle typologie d'acteurs : les industriels détenus par des fonds. Avec l'accroissement de la taille de ces groupes « backés » par des sponsors, les opérations de croissance externe et de carve-out reconfigurant leur périmètre augmentent statistiquement, offrant aux fonds du segment du dessous autant de possibilités de sorties et de cibles à racheter. Le choc des cultures dans ces cas-là n'est plus un

sujet. Ainsi Naxicap a mené cet été le carve-out des activités Slip Rings and Rotating Systems de Cobham, équipementier aéronautique britannique détenu par Advent.

« Si l'opération de carve-out en elle-même est forcément plus complexe, car nécessitant une collaboration pendant un an avec le vendeur pour détourner l'activité, le process M&A a été fluide avec des interlocuteurs rodés aux codes du private equity », témoigne Angèle Faugier, associée de Naxicap. Et si les opérations cross-border sont encore un peu compliquées entre purs industriels, les entreprises détenues par des spon-

sors financiers ont l'avantage de parler la même langue. Ainsi, MBO & Co a revendu, à la fin de novembre, sa participation dans la société de conseil en informatique emagine à un acteur danois du même secteur, ProData Consult, détenu par le fonds scandinave Axel Partners.

À l'automne dernier, Franciso Partners a également cédé l'éditeur RH Talentsoft au lyonnais Cegid, lui-même dans le portefeuille de Silver Lake Partners. Dans ce cas-là, les entreprises françaises étaient détenues toutes les deux par des fonds anglo-saxons. Forcément, cela rapproche.



Famille du média : Médias professionnels
Périodicité : Mensuelle
Audience : 30000
Sujet du média : Banques-Finance



Edition : Novembre - decembre
2021
Journalistes : H.E.B.
Nombre de mots : 3596



« LES RELATIONS DE CONFIANCE ÉTABLIES ENTRE CÉDANT, ACQUÉREUR ET MANAGEMENT SONT PRIMORDIALES DANS CE TYPE D'OPÉRATIONS. L'INDUSTRIEL DEVRA ASSURER UNE PHASE DE TRANSITION PLUS OU MOINS LONGUE EN FONCTION DU PROJET DE L'INVESTISSEUR », KAREL KROUPA, ARGOS WITYU

... taire dans Yoplait en co-actionariat avec la coopérative Sodiaal (lire l'interview de son directeur général Opérations et finances page suivante), sa joint-venture avec Nestlé dans les crèmes glacées et encore, tout récemment, son acquisition des jus de fruits Tropicana rachetés à PepsiCo pour une valorisation de 4,5 milliards de dollars, et par le biais d'une co-entreprise dont le géant américain conservera 39%. Il aura fallu à l'ex-Paribas Affaires Industrielles deux ans de négociation avec PepsiCo pour le convaincre de lui céder l'activité jus de fruits qui n'était initialement pas à vendre. « Nous avons bâti cette stratégie sur des décennies pendant lesquelles nous avons noué un dialogue patient avec les grands groupes de nos univers sectoriels de manière à devenir un interlocuteur incontournable, retrace Ivan Massonnat, associé du fonds français. Les



« LES MONDELEZ, DANONE, NESTLÉ, UNILEVER OU AUTRE GENERAL MILLS ONT TOUTS EU AFFAIRE À PAI, SOIT POUR LUI VENDRE UNE BUSINESS UNIT, SOIT POUR LUI RACHETER UNE PARTICIPATION », IVAN MASSONNAT, PAI PARTNERS

Mondelez, Danone, Nestlé, Unilever ou autre General Mills ont tous eu affaire à PAI, soit pour lui vendre une business unit, soit pour lui racheter une participation. » « Le rachat d'une activité non core demande une véritable technicité dans le détournement, une grande expertise de l'évaluation de l'avenir et de la rentabilité du business en stand alone et une culture de partenariat avec les industriels bâtie sur le long terme », résume, de son côté, Jean-Christophe Germani (CVC) pour expliquer le tropisme d'une poignée d'acteurs pour ce type d'opérations complexes et risquées, mais avec un upside très attractif. Certains jack-

pots des fonds, quelques années après avoir repris d'anciens canards boiteux, ont d'ailleurs laissé un goût amer aux anciens propriétaires. « Quand un industriel vend à un fonds, il sait qu'il remettra l'actif sur le marché quelques années plus tard, et parfois en multipliant sa mise par deux ou trois, ce qui n'est pas forcément reluisant pour l'image du cédant », rappelle Jean-Philippe Bescond. La parade consiste à rester minoritaire auprès du sponsor, afin de capter une partie de la création de valeur et de rassurer l'acquéreur sur le déroulé des Transaction Service Agreements (TSA) assurant le bridge des fonctions vitales de la cible avant qu'elle puisse fonctionner en parfaite autonomie. « Mais, si cette solution semble parfaite au moment de la conclusion du deal, il arrive que le désalignement d'intérêts et d'horizons de temps entre un financier et un industriel se manifeste dès le début de la cohabitation et atteigne son paroxysme au moment de la sortie », prévient l'associé-gérant de Lazard. Pour autant, ce type de partenariat actionnaire devient monnaie courante dans les carve-out récents. ThyssenKrupp est ainsi resté actionnaire minoritaire significatif lors du spin-off de son activité ascenseurs en février 2020. Il faut dire que cette transaction record scellée pour une valorisation de 17 milliards d'euros par le duo Advent et Cinven à la veille de la crise sanitaire a donné quelques sueurs froides aux

« LA CRISE DU COVID N'A PAS DÉCLENCHÉ UN RAZ-DE-MARÉE DE CARVE-OUT, CAR LA LIQUIDITÉ ÉTANT RESTÉE ABONDANTE, LES INDUSTRIELS N'ONT PAS EU À S'ASTREINDRE À DES CESSIONS D'ACTIFS SOUS PRESSION », JEAN-PHILIPPE BESCOND, LAZARD



deux financiers qui ont eu du mal à syndiquer l'equity en plein Covid. Bon an, mal an, d'autres sponsors ont systématisé le co-actionariat avec les corporates cédants comme PAI. « Un industriel est souvent confronté à un dilemme pour décider du destin d'une division non stratégique : soit il la garde sans lui donner les moyens de se développer, soit il la vend et se prive de son potentiel de croissance. Nous lui offrons une voie intermédiaire en pilotant la transformation de l'actif tout en le gardant au tour de table pour qu'il puisse bénéficier de l'upside », résume Ivan Massonnat. Dans une industrie du private equity en plein emballement, ces partenariats industriels obéissent à d'autres logiques de valorisation que les process balisés même s'ils sont forcément plus longs à aboutir.

COUPER LE CORDON

Affectionnant les LBO primaires complexes, Argos Wityu compte à son actif plusieurs carve-out dont le récent spin-off de Sword, celui du fabricant jurassien de jouets Juratoys sorti il y a trois ans du giron du groupe américain Axel Brands, la privatisation en 2015 de la société de fret ferroviaire Lineas, ancienne division de la Société nationale des chemins de fer belges (SNCB) ou le rachat, en 2013, de quatre entités de l'éditeur britannique Sage. « Les relations de confiance établies entre cédant, acquéreur et management sont primordiales dans



Famille du média : Médias professionnels
Périodicité : Mensuelle
Audience : 30000
Sujet du média : Banques-Finance



Edition : Novembre - décembre
2021
Journalistes : H.E.B.
Nombre de mots : 3596

YOPLAIT ET SODIAAL : UN CARVE-OUT DE RETROUVAILLES

En 2011, General Mills, détenteur d'une fabrication sous franchise Yoplait pour les États-Unis depuis 1977, rachète la participation de PAI Partners dans Yoplait et en devient l'actionnaire majoritaire (51 %), aux côtés de Sodiaal qui détient le reste des titres. Dix ans plus tard, la coopérative laitière française en a repris le contrôle sur l'Europe, a cédé le Canada et modifié la licence sur les États-Unis dans un deal valorisé 400 millions d'euros et financé par le renoncement à une partie des royalties en Amérique du Nord. Retour sur ces retrouvailles avec Kees Gielen, directeur général Opérations et finances chez Sodiaal.

Private Equity Magazine : Comment décririez-vous cette transaction atypique qui signe les retrouvailles de Sodiaal avec la marque de yaourt créée en son sein en 1965 ?

Kees Gielen : Le lien émotionnel entre Sodiaal et Yoplait est resté très fort et le retour de la marque à la petite fleur est l'aboutissement d'un rêve pour tous nos coopérateurs. Cela ne simplifie en rien la complexité de l'opération de carve-out, car Yoplait a été complètement intégré dans l'organisation de General Mills ces dernières années. Nous avons en outre fait plusieurs propositions avant d'aboutir à un accord équilibré portant sur l'ensemble du périmètre européen de Yoplait – France, Royaume-Uni et Irlande inclus –, ainsi que sur la gestion des distributeurs et des franchises, General Mills reprenant l'activité au Canada et conservant l'exploitation nord-américaine sous licence. Avec cette reprise, Sodiaal pilotera les ventes de Yoplait en Europe pour un chiffre

d'affaires annuel de 660 millions d'euros au 31 mai 2020 (chiffre d'affaires hors États-Unis et Canada), réalisé en France à plus de 70 %, ainsi que la gestion de ses franchises dans 40 pays dans le monde.

P.E.M. : Les négociations ont duré de longs mois. Comment êtes-vous parvenus au scénario qui a convaincu General Mills ?

K. G. : Depuis quelques années, Yoplait était devenu une activité non stratégique pour General Mills avec une croissance et une marge inférieures aux autres business du groupe américain. Les perspectives sur le marché asiatique se sont révélées décevantes et la marque s'est retirée du marché chinois au début de 2019. Pour Sodiaal, en revanche, Yoplait correspond parfaitement à la stratégie de création de valeur déployée par le directeur général, Jorge Boucas, qui a fait une proposition de rachat à General Mills il y a deux ans et demi. Notre présence au board et notre partenariat antérieur ont créé une longue relation

de confiance qui a facilité les échanges malgré la crise sanitaire et la complexité de l'opération. Mais les discussions n'en étaient pas moins intenses autour du prix et de la mise en place d'un Transaction Service Agreements (TSA) de dix-huit mois avec une complexité technique importante. Les coûts du détournement informatique, qui représentent des montants significatifs, sont pris en charge pour près de la moitié par General Mills.

P. E. M. : Comment ce retour aux sources est-il vécu par les équipes de Yoplait ? N'y a-t-il pas un choc des cultures entre l'actionnariat d'un grand groupe américain et le retour dans le giron d'une coopérative ?

K. G. : L'enjeu RH a été une priorité dès l'annonce de l'opération et le

Kees Gielen est le directeur général Opérations et finances de Sodiaal



nouveau directeur général de Yoplait, Yves Legros, s'est fortement impliqué pour rassurer les équipes qui sont globalement ravies de revenir sous la bannière Sodiaal. Après avoir connu l'agilité des processus de décision avec PAI Partners, Yoplait a connu le mode d'organisation d'un grand groupe pour lequel il n'était pas cœur de métier. Aujourd'hui, Yoplait redevient une activité prioritaire au sein d'une entité de 5 milliards d'euros de chiffre d'affaires, certes plus petite, mais aussi plus agile et avec une culture entrepreneuriale forte, combinée à son ADN de coopérative tournée vers les enjeux sociaux et de développement durable.

ce type d'opérations, rappelle Karel Kroupa, associé du fonds midcap. L'industriel devra assurer une phase de transition plus ou moins longue en fonction du projet de l'investisseur : soit ce dernier veut couper le cordon le plus rapidement possible et doit être en mesure d'assurer le transfert de savoir-faire et l'autonomisation de la cible, soit il table sur la pérennisation de la relation avec l'ancien propriétaire pendant une longue période, auquel cas il faut pouvoir organiser juridiquement et opérationnellement le partenariat. » Autant dire que ce sont des mois de négociations sur le périmètre détourné, la prise en charge du coût de transfert de certaines activités, l'anticipation de l'épineux problème de l'IT quand l'ancienne filiale était totalement intégrée, mais aussi la pédagogie auprès des troupes de la cible, pas toujours préparées à voler de leurs propres ailes. « Le carve-out peut être vécu comme une très bonne nouvelle par l'équipe de management d'une filiale délaissée d'un grand groupe à condition de désamorcer les craintes

liées au changement culturel et aux risques patrimoniaux de l'investissement demandé par les fonds », relève Isabelle Cheradame, managing partner de Scotto Partners. L'avocate spécialisée dans le conseil aux managers est de plus en plus sollicitée en amont des opérations de cession pour baliser le terrain et éviter que l'équipe dirigeante ne vienne bloquer le processus par manque de préparation, une fois que le pacte est déjà scellé entre l'industriel et le fonds. « Le bonus attribué habituellement par le cédant aux cadres-dirigeants de la cible est trop souvent structuré à la dernière minute, ce qui crée un climat d'incertitude anxiogène alors que son anticipation permettrait de motiver le management, et de le rassurer sur sa capacité d'investissement – attendu – dans le LBO », illustre-t-elle. L'adaptation aux us et coutumes du private equity est donc le maître-mot des services M&A des corporates. Dans ce jeu de vases communicants, c'est surtout le monde financier qui irrigue la culture des industriels, non l'inverse. ■ H.E.B.

