

Les atouts cachés des cessions de filiales non stratégiques

■ Les « spin off », ou cessions d'activités non stratégiques de grands groupes, se multiplient.

■ Ces opérations présentent plusieurs atouts et sont facteur de création de valeur, selon une étude réalisée par UBS.

Les opérations de « spin off » (cession d'activités non stratégiques par de grands groupes) offriraient des perspectives de croissance et de valorisation les plus intéressantes tant pour les managers que pour les actionnaires. Elles sont en vogue à l'heure où les groupes sont en train de recomposer leur périmètre stratégique. Une enquête réalisée sur ce sujet par UBS, qui a passé au crible une quinzaine d'opérations réalisées en Europe, met en lumière différents effets positifs, tant sur la maison mère que sur l'entreprise cible.

Sur le papier, une opération de « spin off » correspond le plus souvent à un transfert d'actifs et de passifs dans une nouvelle société détenue en partie par



pour ces managers, la performance de leur activité ne sera pas masquée par les résultats du reste du groupe. C'est aussi l'occasion, comme le montre l'étude, de confier à des managers « insiders », qui ont un bon palmarès à leur actif, de vraies responsabilités plutôt que de faire venir un CEO de l'extérieur.

Second point, l'élimination des synergies négatives voire des fausses synergies. L'étude constate que ces opérations interviennent en Europe le plus souvent entre des entités déficitaires ou qui étaient sans rapport direct avec l'activité principale du groupe. A l'image du groupe Hays (spécialiste de la fonction personnelle), qui a souhaité se défaire de Dx Services (distribution express). Ou, dans l'univers de la publicité, de Saatchi qui, en sortant du giron de Cordiant, s'est trouvé libéré des clauses de non-concurrence internes au groupe. Retrouver les coudées franches donne un nouveau souffle à l'entreprise. « Les entreprises cibles souffrent souvent du syndrome de "l'enfant oublié" ».

les mêmes actionnaires. On pourrait penser que cela ne fait que modifier la façon dont les actionnaires en perçoivent les bénéfices et supportent les risques de l'entité en question. En réalité, l'impact d'une opération de « spin off » en termes de management, de performance et de création de valeur dépasse ce simple constat.

Quelles en sont les raisons ? Une meilleure gestion opérationnelle, un intérêt accru d'un management devenu partie prenante sur le plan capitalistique, l'élimination des « non-synergies » ou pire des fausses synergies, un regain de motivation des équipes. Autant d'éléments qui font qu'au bout du compte, l'étude constate une per-

formance accrue – qui se traduit dans le prix de l'action – de l'entreprise ayant été l'objet d'un « spin off ». A tel point que ce type d'opération s'affiche comme une alternative à des retraits ou attermolements, qu'ils soient stratégiques, opérationnels, managériaux.

Quelles caractéristiques communes peut-on observer dans des entreprises susceptibles d'engager une telle démarche ? Comme l'explique Daniel Stillit, l'auteur de cette étude, « cette démarche est pertinente pour toute situation où l'entreprise se trouve en état de sous-performance (opérationnelle, mais aussi financière), dans un groupe aux activités disparates, qui connaît l'arrivée d'un

nouveau management, qui a éventuellement un plan de restructuration en tête... »

Un facteur d'amélioration. En termes de management, les « spin off » sont un facteur d'amélioration. Tout d'abord parce qu'ils offrent une structure plus efficace en termes de rémunération de la performance, directement liée aux résultats des managers. De surcroît, il est plus facile de proposer un « package » de rémunération élevé et d'attirer un manager senior de haut niveau dans une entreprise indépendante cotée, que de lui offrir une position de patron de division dans un grand groupe. Enfin,

CES
OPÉRATIONS
SONT EN
VOGUE À
L'HEURE OÙ
LES GROUPES
RECOMPOSENT
LEUR
PÉRIMÈTRE
STRATÉGIQUE.

C'est-à-dire quand l'activité en question est en mauvaise posture dans l'ordre des priorités sur le marché interne des capitaux alloués par le groupe aux différentes entreprises sœurs, comme c'était le cas de Arkema et Total, souligne Daniel Stillit. Elles pâtissent alors d'une moindre allocation de capital et donc ont une faible capacité à mener des opérations de joint-ventures ou d'autres opérations stratégiques.

Un catalyseur. Troisième point, l'opération de « spin off » intervient alors comme un catalyseur pour amorcer un changement de stratégie, une restructuration, voire dans certains cas l'émergence d'une nouvelle entreprise avec une nouvelle identité. Elle sert de révélateur à la valeur cachée de l'entreprise : sa stratégie se trouve plus facilement décryptable par la communauté financière. Il suffit que la maison mère et la filiale n'en soient pas au même stade de maturité, elles ne peuvent être évaluées sur la base de critères semblables, par exemple en termes de génération de cash-flow. De même, les ratios propres à l'activité dominante du groupe – qui ne correspondent en rien à ceux de l'entreprise cible – prennent souvent le dessus. Le fait de transformer ces entités en unités dotées d'une structure capitalistique à part entière permet à la génération de cash d'abaisser les coûts du capital en ayant une politique plus agressive.

Du coup, certains investisseurs ayant plus d'appétit pour des activités risquées s'intéressent à l'entreprise. A la lumière de cette analyse, l'étude dresse une liste d'entreprises – parmi lesquelles Fiat, Henkel, TUI, Norsk Hydro, etc. – susceptibles de mener de telles opérations prochainement.

E. L.

Estelle Leroy

focus LE FACTEUR HUMAIN RESTE LA CLÉ DE LA RÉUSSITE D'UN « SPIN OFF »

Une opération qui demande du temps

■ « Le traitement d'un "spin off" n'est pas celui d'une opération à un instant "t", cela prend du temps car le facteur humain est primordial dans la réussite de l'opération », souligne Daniel Colé, cofondateur de la société de conseil Spin Off.

Au-delà des considérations financières, stratégiques ou opérationnelles, le facteur humain doit être pris en compte comme un élément déterminant.

Ce qui nécessite un long travail de préparation sur six mois, parfois neuf, et s'accompagne ensuite d'un suivi durant trois mois. Pourquoi un calendrier aussi étalé ? Tout d'abord parce que souvent l'état d'esprit des équipes avant l'annonce de l'opération n'est pas au beau fixe, généralement elles sont démoralisées : les performances ne sont pas bonnes, les moyens financiers et techniques ne

sont pas au rendez-vous, les managers opérationnels ont une marge de manœuvre réduite. Il faut donc identifier les différents scénarios de scission, les acteurs qui y prendront part, les bons relais au sein des équipes.

**IL FAUT IDENTIFIER
LES SCÉNARIOS DE SCISSION,
LES ACTEURS QUI Y
PRENDRONT PART, LES BONS
RELAIS AU SEIN DES ÉQUIPES.**

Certes, une opération de « spin off » redonne aux managers une lisibilité stratégique sur leur activité, ce qui devrait stimuler les salariés qui se retrouvent en première ligne. De plus, elle élimine les fausses synergies. « Un actif non stratégique est bien souvent au niveau financier le plus mal loti. Il ne bénéficie pas du même suivi en matière de procédure d'allocation de cash, d'absence de visibilité financière, de suivi de contrôle de gestion, qui n'est pas fait avec la même rigueur », souligne Frédéric Assouline, cofondateur de Spin off.

Ces entités non stratégiques se trouvent parfois asphyxiées financièrement, notamment par les refacturations des « management fees » – au niveau de l'état-major du groupe comme de la division à laquelle appartient l'activité – et des frais de fonctionnement. « Ces éléments jouent mécaniquement sur le besoin en fonds de roulement. Cela peut représenter 10 %, voire 15 % des charges de l'entreprise », souligne ce conseil. A l'autre bout de la chaîne, ce sont souvent les activités les plus mal suivies en termes de relance de facture, de suivi de gestion du compte client... Autant d'éléments qui font que cette rupture doit être vue par le management et transmise aux salariés comme une opportunité, l'occasion de recréer une culture et une identité propres à l'entreprise cible et de libérer les énergies.