



> **Frédéric Assouline** (Spin Off & Co) « Les approches conjointes M & A et gestion privée débouchent sur des enchères restreintes. »

lorsqu'ils associent un repreneur extérieur. « *Ce dernier investissant une somme plus modeste que dans un MBO classique, nous détenons une large majorité du capital. Cela nous confère une grande maîtrise sur le processus de sortie, en matière de calendrier et d'alignement d'objectifs notamment* », précise Hervé Legoupil. Si la mayonnaise prend entre les différents protagonistes, l'entreprise en récolte pleinement les fruits : « *Le MBI est un déclencheur de réformes,*

de changement de méthodes et un accélérateur de performances », conclut-il.

Eviction des fonds ?

Les fonds savent qu'ils doivent se retrousser les manches... et ne pas faire la fine bouche. Les fenêtres d'opportunité restent ouvertes peu longtemps, surtout avec l'avènement des opérations dites *sponsorless*. Mezzaneurs et managers ont bien compris leur intérêt commun pour ce type de *deals*. Les premiers restent maîtres à bord, et peuvent goûter aux joies de la mezzanine warrantée – en s'économisant des négociations avec leurs confrères qui interviennent purement en

equity; les seconds se prémunissent contre leur dilution immédiate au capital. Le champ des possibles se réduit encore davantage pour les fonds sur les *small* et *mid-caps*, qui coiffent des entreprises valorisées entre 10 M€ et 50 M€. Des démarches conjointes de boutiques M & A et de gérants de patrimoine s'y développent auprès des dirigeants de PME et conduisent à la mise en place d'enchères restreintes, avec une sélection très fine des fonds en lice. « *Sur le small cap, la vraie création de richesse pour l'entrepreneur réside dans la définition d'un scénario de vie à partir d'un bilan entrepreneurial et patrimonial de l'actionnaire manager, qui permet de définir le scénario optimal pour l'entreprise et l'actionnaire dirigeant. Cette démarche globale implique de raisonner en valeur nette fiscale pour le prix de l'entreprise et non plus en valeur brute proposée par un acquéreur potentiel. Elle est d'autant plus nécessaire que le coût du crédit a augmenté depuis août 2007, de l'ordre de 100 points de base, ce qui oblige à abandonner la démarche de création de valeur financière classique* », explique Frédéric Assouline, associé de la boutique Spin Off & Co, qui a mis sur pied un partenariat avec Cyrus Conseil, un conseiller indépendant en gestion de patrimoine depuis mai 2007. Si les fonds disposent d'un accès plus réduit à ce *deal-flow*, ils augmentent néanmoins leurs chances de mener à bien l'opération. Car celle-ci, presque taillée sur mesure, garantit un parfait alignement d'intérêt avec le manager, qui reste la pierre angulaire sur toute la gamme des opérations à effet de levier. ■

Les fonds champions des *build-up*

● PAI Partners, lauréat du podium au troisième trimestre 2007

Au troisième trimestre 2007, la palme du fonds le plus actif en matière de *build-up* revient à PAI Partners, via sa participation dans Spie. Le groupe d'ingénierie, repris pour 1,04 Md€ en mai 2006, a racheté l'activité *building and facilities services* de son ex-maison mère, pour 117 M€, dans la foulée des reprises d'Acem, un concepteur et intégrateur de systèmes automatisés, et de Somti. Début 2007, il avait déjà absorbé le spécialiste de la maintenance ACI. « *Au total, nous avons acquis près de 100 M€ de chiffre d'affaires en France et aux Pays-Bas* », précise Spie, dont les revenus culminent à plus de 2,7 Md€. Mais Ceva Santé Animale n'est pas

en reste. Cet été, le laboratoire vétérinaire a signé deux acquisitions : le laboratoire brésilien Vetbrands, valorisé 38 M€, et le distributeur Butler Sales Associates. Le groupe girardin, passé sous le contrôle de son management lors d'un LBO tertiaire, au printemps, poursuit donc sur sa lancée. Depuis le *spin-off* mené en 1999, suivi du *buy-out* secondaire monté par IK, quatre ans plus tard, il a conclu quatorze acquisitions pesant près de 145 M€ de revenus additionnels. Un tour de force pour l'acquéreur, dont le chiffre d'affaires était proche des 300 M€ en 2006.

● Activa Capital, inégalé tous millésimes confondus

Mais, tous millésimes confon-

du, Activa Capital, qui a clos son deuxième véhicule à 315 M€, au printemps 2007, tient indéniablement la corde. Mi-2005, il a monté un OBO sur le distributeur de fruits et légumes biologiques Pro Natura. Un an après, ce dernier a avalé le belge Biomarché, avant d'intégrer Bioprim, juste avant l'été 2007. Même politique volontariste pour le spécialiste des crèmes desserts Mont Blanc, tombé dans le giron d'Activa, en juillet 2003, et rapproché des compotes Materne cette année. Quant au transporteur Malherbe, il a mené deux acquisitions en l'espace de deux mois, en 2006 : celle de Logistiques Nicolas et Logistiques Ladoux. Une pratique certes utilisée par d'autres fonds, mais quasi systématique chez Activa Capital. E.D.