

# Les fonds attendent de pouvoir surfer sur la vague des spin-off

franckmoulin

**Privilégiant le recentrage de leurs activités, nombre d'industriels entendent se délester d'entités hors de leur core business, dès 2009. En théorie, ce processus aurait dû générer autant d'opportunités à saisir pour les fonds de LBO. Mais, pour l'heure, tel n'est pas le cas.**

**A**priori, l'équation est simple. La conjoncture économique morose conduit les corporates à passer au peigne fin leurs activités... et à étudier de près d'éventuelles réductions de périmètre. Nombre de grands groupes ont ainsi dévoilé leur volonté de céder des actifs désormais considé-

passait au début du XXI<sup>e</sup> siècle, ils n'ont plus véritablement la main. Le rapport de forces entre industriels et financiers s'est quelque peu inversé.

**Problématique du financement**  
C'est dans les mid et large markets que cette situation est la plus frappante. Désormais, les capital-investisseurs ne tiennent

yeux : l'absence de dette rend tout montage quasi impossible. Le consortium mené par 21 Centrale Partners pour racheter ArjoWiggins Security en sait quelque chose ! En dépit de négociations prolongées, le feuilleton à épisodes de ce qui aurait pu constituer l'un des principaux LBO tricolore de 2009 n'a pas eu de happy end. D'ailleurs, ce dossier ne fait pas vraiment figure d'exception – même si toute négociation recèle des spécificités. « De façon générale, les fonds ont plus de mal à s'aligner sur les prix, explique Martin Naquet-Radiguet, associé de PwC à la tête du TS en France. Par le passé, ils pouvaient payer un point de multiple d'Ebitda de plus qu'un industriel. Maintenant, c'est l'inverse. Ainsi, ▶

## AUJOURD'HUI, LES FONDS DE LBO PEUVENT MOINS PUISER CHEZ LES INDUSTRIELS.

rés comme non stratégiques. Veolia, Sequana Capital ou encore Rhodia ont amorcé des processus de cette engeance, tout comme Danone, Icade et Plastic Omnium, par exemple. Les raisons de telles décisions sont multiples. Et la question dépasse souvent les frontières de l'Hexagone : à l'étranger, Lafarge et Pernod Ricard ont récemment joué la carte du recentrage, notamment. Autant d'opportunités, donc, que les fonds de LBO peuvent saisir. Mais tel n'est pas encore le cas. S'ils ont puisé à qui mieux mieux dans les périmètres des industriels, par le passé, les spécialistes de l'effet de levier se livrent bien moins à cet exercice, en 2009 (cf. encadré, p. 32). Il faut en conclure que, contrairement à ce qui se

plus la dragée haute dès lors qu'un actif est mis sur le marché par un grand groupe. Une première explication saute aux

**Martin Naquet-Radiguet**  
PricewaterhouseCoopers  
Transaction Services

« De façon générale, les fonds ont plus de mal à s'aligner sur les prix. »



**Nam Metzger**  
Grant Thornton  
Corporate Finance

« Les spin-off à venir concerneront des périmètres de taille limitée. »



à l'occasion de la cession de Veolia Propreté Nettoyage et Multiservices (VPNM), il n'y avait pas de raison particulière qu'un des trois fonds en lice ne l'emporte pas, au regard du profil de la cible. Et pourtant, celle-ci a échu à Groupe TFN. Contrairement à ce qui se passait entre 2004 et 2008, les corporates sont désormais en mesure de payer comparativement plus cher. » Exit, donc, tout LBO de bonne facture né d'un spin-off, cette année.

A contrario, la problématique du financement se fait moins présente dans le small cap, où les banques commerciales continuent d'entourer les fonds de LBO. Mais là, le deal flow ne s'est pas encore nourri d'éventuels délestages d'industriels. « Lorsqu'ils envisagent des spin-out, les corporates portent d'abord leur attention sur les grandes filiales ou unités dont ils pourraient se déléster. Ce n'est que dans un deuxième temps qu'ils procèdent à cette même analyse sur des entités de taille plus modeste. Il y a donc fort à croire que de telles ventes interviendront en 2010 », analyse Michael Diehl, partner d'Activa Capital. Une prévision que formule aussi Nam Metzger, associée de Grant Thornton Corporate Finance. « Ce type d'opérations se met en place depuis la fin de l'été,

que ce soit à l'initiative de vendeurs ou d'acquéreurs potentiels, d'ailleurs, évoque-t-elle. Pour autant, dans les semaines à venir, les spin-off qui pourraient prendre corps concerneront des périmètres de taille limitée. Et ce même si de grandes manœuvres se préparent à l'échelle mondiale dans certains secteurs, comme le médical ou les énergies renouvelables. Nous ne sommes qu'au début de la réorganisation des périmètres. » De l'avis de beaucoup de professionnels, les industriels qui ont passé l'essentiel de 2009 à faire la chasse aux coûts en interne devraient venir sur le terrain des recentrages, l'an prochain. Et alimenter un phénomène qui n'en est encore qu'à son balbutiement. Il reste à voir si les prétentions des cédants trouveront alors de l'écho auprès des fonds.

#### Processus complexes

Car, pour ces dossiers atypiques, il faut bien reconnaître que la question du financement n'est pas le seul obstacle à franchir. Si les cessions n'ont pas encore été légion, en 2009, c'est aussi parce que les performances intrinsèques des cibles potentielles ne sont pas toujours reluisantes. « Les chiffres

de 2009 sont bien souvent catastrophiques, reconnaît Didier Sidois, associé de PwC. Comme ils sont, la plupart du temps, inférieurs à ceux de 2008, une vente n'est pas nécessairement d'actualité, car elle conduirait alors à céder un actif à vil prix. A moins que la situation ne se soit améliorée en septembre-octobre, auquel cas un soupçon de visibilité sur 2010 permet de réévaluer l'actif en question. » Rien de plus aléatoire, en somme. On comprend mieux les réticences que peuvent exprimer les fonds de LBO, qui ont besoin de business plans prometteurs pour obtenir des lignes de

financement auprès des banquiers-prêteurs. A ce jour, rares sont ceux à s'être risqués à cet exercice. D'autant que les premières entités à avoir fait l'objet d'un plan de cession pâtissent de sérieuses difficultés. « Les actifs déjà mis sur le marché par les corporates nécessitent bien souvent de passer par une phase de restructuration. C'est incompatible avec la politique d'intervention des fonds de LBO, décrypte Fabrice Keller, associé de Duff & Phelps. Encore à l'heure actuelle, bien des carve-out qui sont à l'étude concernent des périmètres en difficulté. » Voilà qui ajoute à la complexité

## Spin-off et LBO dans le temps

- Régulièrement, les fonds de LBO ont délesté les corporates, signant des deals pêle-mêle sur :
  - **Ceva Santé Animale**, cédé par Sanofi en 1999 à PAI Partners
  - **Geoxia**, l'ex-Maisons Individuelles émancipé de Vivendi avec Barclays Private Equity, en 1999
  - **Materis**, les matériaux de spécialité de Lafarge vendus en 2000 au trio Carlyle-CVC-Advent International
  - **Benedicta**, passé d'Unilever à Barclays Private Equity, en 2000
  - **Clextrol**, qui évoluait dans le giron de Framatome avant d'échoir à AtriA Capital Partenaires et à l'Idia, en 2001
  - **Eliokem**, entité de Goodyear acquise par Littlejohn, en 2001
  - **Terreal**, filiale de Saint-Gobain reprise en 2003 par le duo Carlyle-Eurazeo
  - **Parkeon**, division de Schlumberger épaulée par Apax Partners, en 2003
  - **Mont Blanc**, issu de Nestlé et piloté par Activa Capital, depuis 2003
- **Portafeu**, l'ex-Tyco Fermetures Coupe-Feu financé par Cicalad en mai 2005
- **Monier**, l'ex-Lafarge Roofing tombé dans le giron de PAI Partners à la fin de 2006
- **AOS**, racheté à Adyal par Paris Orléans et par l'Idi, à l'automne 2006
- Depuis deux ans, les spin-off se font rares. Parmi les derniers en date, on trouve :
  - **Céradel**, filiale d'Imerys soutenue par IPO, depuis l'été 2007
  - **Axyntis**, l'ex-activité chimie fine et colorants d'Orgasynth reprise par Argos Soditic, fin 2007
  - **Karavel-Promovances**, dont Amadeus s'est délesté au profit de Barclays Private Equity, en 2007
  - **Faceo**, cédé par Thales et par Cegelec à Apax Partners, fin 2007
  - **Les Zelles**, vendu par Lapeyre à mbo partenaires, SG Capital Partners et Sgam AI, en juillet 2008

du sujet. Et qui donne encore plus l'avantage aux corporates, plus enclins à s'investir dans la relance d'une unité qu'ils acquièrent à des fins stratégiques. « *Quel que soit le dossier, il est difficile d'obtenir des chiffres précis afférents à la cible, poursuit-il. Un grand groupe n'a pas expressément besoin de mesurer très exactement les performances d'une micro-entité. Mais la difficulté à établir de telles données rebute régulièrement les fonds de LBO : on a ainsi vu des filiales mises en vente depuis longtemps n'intéresser personne, au bout du compte !* »

#### Le management, clef du dossier

Pourtant, réussir un spin-off n'est pas qu'une affaire de chiffres. Pour ces transactions, la dimension « extra-comptable » revêt une importance capitale – et encore plus, sur fond de crise. « *La question de l'entrepreneurship est essentielle. Il est délicat de passer du statut de cadre dans un grand groupe à celui de manager. Dans le deuxième cas, il faut vivre avec les moyens et les pressions d'une PME ! C'est bien pour cette raison que l'engagement du management est une condition sine qua non de réussite d'un spin-off* », juge Stéphane Roussier, associé

*indépendant, et qu'il pourra jouer pleinement son rôle dans une stratégie de croissance, qui passe souvent par des acquisitions* », analyse-t-il. La difficulté de l'exercice se trouve encore plus renforcée lorsqu'il y a besoin de créer de toutes pièces une fonction managériale. Ce qui survient bien des fois, dans la mesure où l'ex-maison mère assumait bien des services centraux. A titre illustratif, dans le cadre de la prise d'indépendance de Péters Surgical – cédé à la mi-octobre par Sofilab à un consortium mené par UI Gestion –, il a fallu recruter un directeur financier, pour assumer un travail précédemment mené par le président du cédant. Le spin-off est donc une affaire d'hommes.

#### Le small cap joue du spin-off

« *Cette question est particulièrement pertinente dans le small cap, où se nichent nombre de projets de détournages d'activité*, évoque Frédéric Assouline, associé de Spin-Off & Co. Là, les acquéreurs potentiels sont bien souvent des fonds d'investissement, plus que des industriels. Et ils redécouvrent le rôle de l'homme clef, alors que dans le cadre des récents processus d'enchères, ils ne rencontraient

## BIEN DES BUILD-UP SIGNÉS RÉCEMMENT NE DONNERAIENT PAS LES RÉSULTATS ESCOMPTÉS.

de Fred Partners, qui soutient le spin-off d'Elvetec. Un dossier où il a rejoint Equitis, en juin 2008. Et Alexandre de Gandt, directeur chez Duff & Phelps, d'insister sur le fait que les dirigeants constituent un élément-clef. « *Un fonds peut difficilement envisager de s'engager dans une telle configuration sans s'appuyer sur le management en place, parfois depuis longtemps. Or, rien n'assure que celui-ci sera de qualité une fois*

*les dirigeants qu'après avoir signé leur engagement dans le projet de reprise.* » Voilà qui est rassurant, dans la mesure où le repreneur mise souvent sur la croissance externe de l'unité qui s'est émancipée. Ce qui requiert une direction solide... entre autres. « *Les fonds passent véritablement au crible le marché de la cible et les risques qu'il représente, poursuit le conseil financier. Ils sont très sensibles aux aspects business*

## L'exception de 2009 : ADB Airfield Solutions

■ Les carve-out font défaut, dans le mid-cap. Seule transaction à avoir été signée en 2009 : la vente par Siemens d'ADB Airfield Solutions, un concepteur et producteur de systèmes d'éclairage pour les pistes d'aéroports. Des trois acquéreurs finalement en lice pour racheter cette entité présente dans dix pays, dont le siège est à Bruxelles, c'est Montagu Private Equity qui a tiré son épingle du jeu. Il est vrai que le dossier avait tout pour séduire un fonds, plus qu'un industriel. ADB fait office de leader sur un marché de niche d'envergure mondiale et bénéficie d'une rentabilité récurrente. « *Il est aussi piloté par des hommes remarquables* », relève un proche du dossier. L'ensemble de ces conditions, si indispensables soient-elles, ne suffit pourtant pas pour qu'un spin-off prenne corps. Là, les méthodes du cédant ont joué à plein. « *Siemens dispose en interne d'équipes M & A importantes, dont une exclusivement dédiée aux carve-out. Sur chaque détournement d'activité, ils peuvent mobiliser jusqu'à 30 spécialistes de l'IT, du droit, des RH, du cash management, etc.*, explique Sylvain Berger-Duquene, président de Montagu Private Equity France. *La cession d'ADB Airfield Solutions est probablement la mieux organisée en amont que j'aie jamais connue.* » Voici pourquoi les négociations concernant cette entité, forte de quelque 135 M€ de revenus à fin septembre 2009, n'ont pris que quelques mois. Montagu PE – qui avait identifié la cible au préalable – a été invité dans le processus en mai dernier. Le closing date du 4 novembre. F.M.

*et réglementaires, autant de facteurs qui fragilisent les processus de cession.* » Nul doute, donc : la déferlante des spin-off concernera peu les fonds de LBO. Toutefois, à ce stade, on peut légitimement s'interroger sur les perspectives de rétrocessions initiées au sein même des participations de fonds. Rien ne l'interdit, a priori. Mais de telles ventes répondraient plus à une logique industrielle qu'à la doctrine des investisseurs. « *Les dirigeants qui reprennent en main des affaires traversant une mauvaise passe voudraient parfois se défaire de filiales à l'étranger*, relève Michel Lanneau, associé de X-PM Transition Partners. *Cependant, ils ne sont pas toujours suivis dans cette voie par leurs actionnaires financiers, non seulement parce qu'une vente réduirait de facto l'Ebitda, mais aussi parce que cela remet en question bien des stratégies de build-up menées*

*tambour battant, par le passé. C'est un vrai sujet de divergence : le réflexe de l'industriel, qui consiste à se délester pour trouver un peu de respiration, se heurte à la politique de renégociation financière que privilégient les fonds.* » Et pourtant ! Bien des emplettes conclues par des entreprises sous LBO ne donneraient pas les résultats escomptés. Faute de réelle intégration au sein du dispositif de leur acquéreur. Sans jouer les Madame Irma, il y a fort à parier que les financiers seront conduits à faire preuve de plus de pragmatisme, d'ici peu. Et à s'inspirer des corporates qui, au cours de leur histoire, ont enchaîné des phases où les stratégies de recentrage succédaient à des politiques de diversification. Si la crise économique perdure, ils pourraient bien être eux aussi à l'initiative de spin-off. En instigant des build-down. ■