

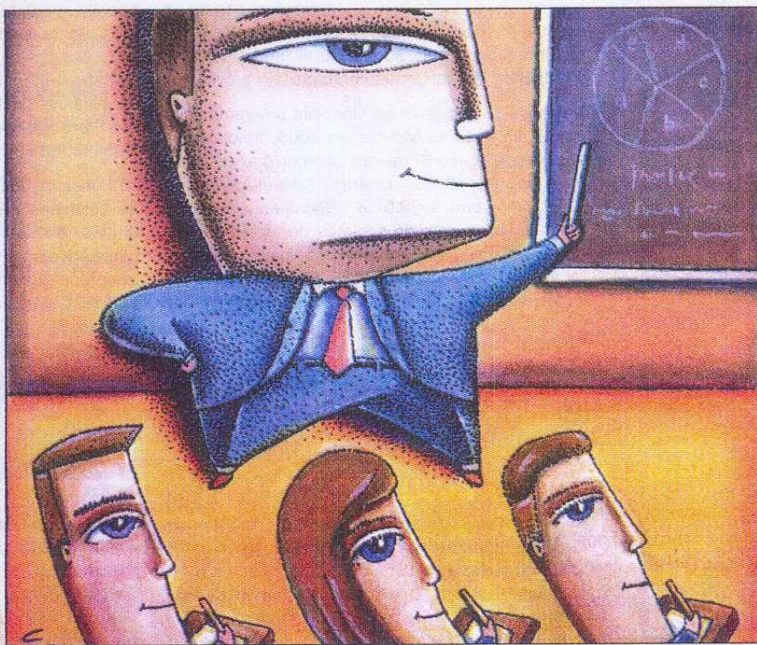
# Réussir une cession de filiale nécessite une implication du management

- La cession de filiales ou d'activités non stratégiques par de grands groupes – ou spin-off – aboutit à la recomposition du paysage capitalistique.
- Le facteur humain reprend le dessus dans la décision.
- Les équipes, parfois partie prenante de la reprise aux côtés d'un partenaire financier, doivent être impliquées très en amont.

Face à une croissance parfois atone, les grands groupes ne peuvent rester figés, et doivent gérer de manière active leur périmètre. Dans ce contexte, les « spin-off », cession ou division de filiales généralement jugées non stratégiques, ont le vent en poupe. Mais ces opérations ont parfois montré leurs limites, certaines d'entre elles ayant peut-être sous-évalué l'importance du facteur humain au sens large, la part de l'intangible. « Le facteur humain a repris le dessus, depuis quelques années, c'est ce qui fait la différence, et des deux côtés, tant vendeur, qu'acheteur », admet Gonzague de Bliognières, directeur général de Barclays Private Equity France. « Il doit être abordé comme un élément fédérateur de la construction du spin-off à toutes ses étapes », insiste Daniel Colé, cofondateur de la société Spin-Off & Co, qui est intervenue comme conseil du groupe Emap France dans la cession des Editions Taibout Communication.

Du côté du vendeur, il faut déterminer les scénarios de scission, mais aussi identifier les différents acteurs partie prenante dans l'opération. En effet, on trouve généralement une multiplicité d'intervenants dans le processus – directions opérationnelles mais aussi directions fonctionnelles – qui peuvent s'avérer des freins. Il est donc nécessaire de s'appuyer sur les bons relais au sein des équipes et du management. Nombre d'experts travaillent sans forcément que soient mises en scène toutes les interconnexions.

**Oublier la technique.** Aujourd'hui, on prône donc un retour à des opérations « sur mesure », qui placent le capital humain au centre et ne se focalisent pas que sur la partie technique. D'autant que lorsqu'un actif n'est pas stratégique, il n'est par forcément dans son meilleur état en terme de performance. « Il doit y avoir une phase de préparation de la vente de l'actif en y associant le management », souligne Frédéric Assouline, cofondateur de Spin-Off & Co. Un point de vue partagé du côté des acheteurs. « Dans certains cas, l'entité à vendre est ponctionnée en frais de gestion par le siège, ou le bilan n'est pas optimisé, par exemple en terme de recouvrement de créances, ou on a laissé passer certaines opportunités de développement », juge sévèrement Gonzague de Bli-



ON ASSISTE À UN RETOUR DES OPÉRATIONS « SUR MESURE », QUI PLACENT LE CAPITAL HUMAIN AU CENTRE.

gnières. A cela s'ajoute qu'un spin-off est souvent associé à une rupture. « Le changement de propriétaire doit être vu comme une opportunité. Les sociétés cédées vont trouver une nouvelle indépendance », souligne Charles Diehl, associé d'Activa Capital. C'est ainsi que chez Mont Blanc (crèmes dessert), après la cession par Nestlé (qui conserve 19 % du capital, a été recréée une culture PME. « Nous avons présenté à l'équipe le business plan, le budget marketing, en compagnie de Michel Larroche, président de la nouvelle entité, ancien directeur général de Heinz France. Les salariés ont compris que les décideurs seraient sur place », poursuit Charles Diehl. Ces entreprises satellites ont souvent un potentiel non exploité parce

qu'elles n'étaient pas jugées stratégiques. Le spin-off donne lieu à une libération des énergies, selon l'expression d'un financier. Reste à mesurer à quel point ce potentiel existe dans le management, pas uniquement à travers leur engagement financier sur un LBO.

Dès l'instant où l'entité sort du groupe, elle devient pour le partenaire financier à 100 % stratégique, « et là, l'objectif est la création de valeur, ce qui se fait surtout par les hommes », rappelle Gonzague de Bliognières. Mais les acheteurs, sauf exception d'une négociation en exclusivité, n'ont pas un accès libre à l'équipe de management avant que l'affaire soit faite. « Toutefois, les "management presentation" connaissent un degré

de sophistication plus élevé qu'auparavant. Ces moments de rencontre entre le management et l'acheteur potentiel sont très bien préparés. Ils font davantage l'objet d'un travail en commun du vendeur avec son équipe sur la présentation du projet », souligne Martine Clavel, directeur associé chez Apax. La nécessité d'impliquer les équipes pour qu'elles s'approprient l'opération est plus prégnante dans les activités où le capital humain est intrinsèque à la valeur de l'entreprise. « C'était une condition nécessaire que l'équipe dirigeante soit en faveur du reprenneur dans la vente de Vivactis par SR Teleperformance », rappelle Charles Diehl. Une grande partie de l'encadrement était déjà actionnaire, et l'est resté dans le nouvel ensemble, voire a renforcé sa position.

**Image de marque.** Les managers en place ont souvent envie de participer à l'opération qui est synonyme d'indépendance. « On voit plus souvent des managers – sentant que leur groupe pourrait céder l'entité qu'ils dirigent – prendre les devants, nous contacter pour voir si l'opération est éligible, dans quelles conditions », témoigne Gonzague de Bliognières. « Ce qui les séduit, c'est de passer leur temps à travailler au développement de l'entreprise et non plus à faire de la politique au sein d'un grand groupe », souligne un investisseur. Les conflits d'intérêts entre management et vendeur peuvent s'avérer redoutables pour le vendeur. En effet, les deals « stop and go » sont clairement destructeurs de valeurs, et une affaire qui est sur la place et dont la négociation capote trouve difficilement acquéreur. De leur côté, « les vendeurs sont, en terme d'image, de plus en plus soucieux de la qualité de l'acquéreur, sur le plan social ou en terme de développement durable », confirme Charles Diehl. C'est primordial, surtout quand il s'agit d'une entreprise à forte image de marque, le groupe cédant ne souhaite pas être éclaboussé par la suite par le comportement douteux du reprenneur. Estelle Leroy

## focus UNE ÉTUDE ACTIVA CAPITAL-INSEAD PRIVATE EQUITY CLUB

### Une opération avant tout confidentielle

■ Les opérations de spin-off, ou cession de filiales, ont de beaux jours devant elles, notamment sous forme de LBO (Leverage Buy Out : rachat de l'entreprise par ses salariés). Une étude menée par Activa Capital et Insead Private Equity Club confirme cette tendance : puisque 60 % des directeurs financiers des 500 plus grandes entreprises françaises ont cédé une filiale au cours des trois dernières années. Et 55 % des groupes envisagent de réaliser une telle opération dans les trois ans à venir.

Si dans trois cas sur quatre ces opérations se sont conclues entre 2001 et 2003 par le rachat par un autre groupe industriel, 22 % des spin-off ont été menés à travers un LBO, ce qui confirme l'intérêt croissant pour cette solution. D'ailleurs, les prévisions sur les deux prochaines années s'inscrivent dans cette même tendance. D'autant que les grands groupes sont plus sensibles à cette solution, puisque 34 % d'entre eux

ont réalisé une opération de spin-off via un LBO. Le prix n'est pas le seul critère de décision, ce qui ne désavantage pas les financiers, d'autant qu'ils sont alignés sur les prix du marché, rappelle l'un d'eux. Toutefois, si la contingence managériale et l'avenir de l'entreprise cédée semblent importants, parmi les principaux enjeux, la maximisation du prix de vente arrive en tête devant la minimisation des garanties de passif, le maintien de l'emploi arrive en troisième position. Toutefois, pour ces trois items, les entreprises marquent une préférence pour un acquéreur industriel, voyant la possibilité d'une cession rapide comme argument en faveur d'un acquéreur financier. Toutefois dans la réalité, ce n'est pas aussi tranché : « La cession à un industriel souvent à la recherche de synergies et d'effets d'échelle peut conduire à une perte d'effectifs », souligne

Gonzague de Bliognières. Comme l'ont montré certaines opérations récentes, 55 % des entreprises pourraient conserver une participation minoritaire. Il ressort aussi clairement de cette étude que 73 % des entreprises envisagent des négociations exclusives avec un tiers et 32 % des enchères limitées.

« C'est pourquoi, il n'y a pas de raison de procéder par "open bid" pour un spin-off, estime Frédéric Assouline, cela ne sert à rien de faire le tour des intervenants de la place, deux suffisent, avant d'envoyer une lettre d'intention et de procéder aux due diligences. » Ainsi, 44 % des entreprises

envisagent de ne pas mandater de conseil, à l'exception des cessions complexes. Le spin-off est donc considéré comme une opération peu intermédiaire et qui doit restée confidentielle.

E. L.