# NextStep LE MAGAZINE DE LA CROISSANCE DES ENTREPRISES - NOVEMBRE 2021 N°10

**QUAND L'INVESTISSEUR** QUAND L'INVESTISSEURLA GOUVERNANCEDEVIENT ENTREPRENEURCRÉATRICE DE VALEURS

LA GOUVERNANCE

**RÉUSSIR LA GREFFE** DANS LES ACQUISITIONS **TRANSFORMANTES** 



### **SAVE THE DATE**

# AUTOMOBILE CLUB DE FRANCE CONFÉRENCE PARIS - NOVEMBRE 2021 CONFÉRENCE COUVERNANCE VERS DE NOUVEAUX ÉQUILIBRES

## ASPECTS STRATÉGIQUES, ÉTHIQUES ET JURIDIQUES DE LA GOUVERNANCE

AVEC NOTAMMENT: PAUL HERMELIN, PDG, CAPGEMINI, PATRICK BERTRAND, Président du comité "Gouvernance des Entreprises", MEDEF et ancien CEO de CEGID, CAROL XUEREF, Présidente du comité des nominations, IPSEN, et du comité des nominations et rémunérations, EIFFAGE, ANNE-MARIE IDRAC, Présidente de FRANCE LOGISTIQUE, et Administratrice de BOUYGUES, SAINT-GOBAIN, TOTAL, VALLOUREC, ERIC WOERTH, Président de la COMMIS-SION DES FINANCES, Président de la MISSION D'INFORMATION SUR L'ACTI-VISME ACTIONNARIAL, DIANE LAMARCHE, Associée, WHITE & CASE LLP, DENIS TERRIEN, Président de l'INSTITUT FRANÇAIS DES ADMINISTRATEURS, ODILE DE BROSSES, Directrice du service juridique, AFEP, FANNY LETIER, Administratrice de NEXANS, BIOMÉRIEUX, AÉROPORTS DE PARIS, PASCAL BINE, Associé, SKADDEN ARPS, CHARLES ROBINET -DUFFO, PDG, HENNER, VÉRONIQUE DI BENEDETTO, Vice-Présidente France, ECONOCOM, PHILIPPE LOUIS-DREYFUS, Président du Conseil de Surveillance, LOUIS DREYFUS ARMATEURS, HUBERT SEGAIN, Partner, HERBERT SMITH FREEHILLS, ANNE-SOPHIE D'ANDLAU, Co-Fondatrice, **CIAM** ...

INFORMATION: L.LETELLIER@INFO6TM.COM - 01 81 69 80 68
WWW.CONFERENCE-GOUVERNANCE.COM - @GOUVERNANCE2021

**NOUVELLE DATE** 

# Une première pierre

Ce dixième numéro du magazine NextStep est peut-être celui qui incarne le plus l'ADN de notre titre et sa raison d'être. Parler de l'ensemble des **parties prenantes** au sein d'un même écosystème et qui partagent un **objectif commun**: la croissance de l'entreprise.

Avec son dossier dédié à la gouvernance, ce numéro constitue l'une des briques d'un projet plus large pour lequel les équipes de NextStep et l'ensemble de la communauté se sont mobilisés durant plus de 18 mois : notre première édition, notre premier épisode de notre conférence baptisée « GOUVERNANCE : VERS DE NOUVEAUX ÉQUILIBRES », qui se tiendra le 30 novembre à Paris.

Gouverner, c'est d'abord s'organiser pour prendre des décisions, faire naître des projets structurants, donner le cap, emmener dans cette histoire ses équipes, faire vivre une culture de l'entreprise et la faire évoluer dans le respect des règles ou des statuts de l'organisation.

Une gouvernance efficace est portée par la **COLLÉGIALITÉ** des parties prenantes, à l'extérieur de l'entreprise et en son sein. Pour être flexible et agile, elle doit s'adapter aux évolutions

des écosystèmes dans lesquels évolue l'entreprise et qui sont formés par les aspirations sociales, sociétales, par les règles de droit et d'éthique dont les bouleversements sont aujourd'hui intenses. Tout ceci contribue à de **NOUVEAUX ÉQUILIBRES** de cette gouvernance. Quels sontils? Quels seront-ils demain?

Nos prochains numéros de NextStep apporteront des réponses, challengeront les usages, **raconteront des histoires d'entreprises et d'équipes,** jusqu'à la 2<sup>e</sup> édition de notre conférence...

Chaque pierre, chaque socle à sa place pour construire des projets plus riches qui se nourrissent de cette collégialité.

Un titre de presse est aussi une entreprise.

Merci à tous pour votre confiance et votre implication dans ce projet qui n'est plus si entrepreneurial.

[LUCY LETELLIER ET ONDINE DELAUNAY

# NextStep le magazine de la croissance des entreprises

Édité par Juriste d'affaires et décideurs, une filiale d'Info6tm. Siège social: 137 quai de Valmy, 75010 Paris. SAS au capital de 1000 euros RCS Paris 823 067 483. Dépôt légal: à parution. ISSN: en cours.

Président, Directeur de la publication : François Grandidier.

Rédactrice en chef: Ondine Delaunay. Éditrice et responsable commerciale: Lucy Letellier, 0181698068, I.letellier@info6tm.com Journalistes: Houda El Boudrari, Charles Ansabère et Arnaud Lefebvre. Mise en page, SR, fabrication: Pixel6TM. Photographie: Claire Demoute, Adobe Stock, DR.

Impression: Socosprint, 36 route d'Archettes, 88000 Épinal

Origine géographique du papier: Espagne Taux de fibres recyclées: 0,27 %. Certification des fibres utilisées: PEFC. Indicateur environnemental: Ptot 0,01 kg/tonne. Toute reproduction ou représentation intégrale ou partielle par quelque procédé que ce soit, des pages publiées dans la présente publication, faite sans autorisationde l'éditeur est illicite et constitue une contrefaçon. Les noms, prénoms et adresse de nos abonnés sont communiqués à nos services internes et organismes liés contractuellement avec la publication, sauf opposition motivée. Dans ce cas, la communication sera limitée au service abonnement. Conformément à la loi du 06/01/78, ces informations peuvent donner lieu à l'exercice d'un droit d'accès et de rectification auprès de INFO6TM - Direction commerciale.



PEFC 10-31-1260 / Certifié PEFC / Ce produit est issu de forêts gérées durablement et de sources contrôlées, / pefc-france.org







### **AU SOMMAIRE**

N°10 - NOVEMBRE 2021

### [portrait

### **6 JEAN-JACQUES MORIN**

Accor, se transformer pour réussir

### [gouvernance

### **10 ÉCLAIRAGE**

Scor administre un traitement inédit à Covéa 14 Veolia/Suez, une OPA en eaux troubles

### **18 POINT DE VUE**

Conflit d'intérêt et loyauté : et les parties prenantes?

### 20 ÉCLAIRAGE

Unibail-Rodamco-Westfield : le raid activiste foncièrement efficace du duo Niel-Bressler

24 Lagardère, Amber et contre tous

### 28 INTERVIEW

« Sous l'effet de l'action d'Amber Capital, le groupe Lagardère ressort avec une gouvernance assainie »

### [private equity

### 30 FOCUS

Quand l'actionnariat salarié donne des Zelles

### **32 ÉCLAIRAGE**

Quand les investisseurs descendent dans l'arène de l'entrepreneuriat







### 34 INTERVIEW CROISÉE

La place clé du management dans un LBO primaire

### [restructuring

### 38 FOCUS

Mondial Tissus : un retournement cousu main

### **40 ÉCLAIRAGE**

Le levier humain du retournement

### [m&a

### 44 FOCUS

Franck Provost : une ascension ébouriffante

### 46 ÉCLAIRAGE

Réussir la greffe dans les acquisitions transformantes

### **48 TABLE RONDE**

Les nouvelles règles du jeu en matière M&A

### **58 INTERVIEW**

Intégration post-M&A : les facteurs clés du succès



DONNÉES CLÉS DE L'ENTREPRISE

**4 049 M€** *le chiffre d'affaires 2019* 

**1 621 M€** *le chiffre d'affaires 2020* 

+ 40
marques en portefeuille

+ **5 200** bôtels

+ 110
pays d'implantation

**+ 260 000** salariés dans le monde

### ACCOR COMMENCE À REPRENDRE PIEDS APRÈS LE TSUNAMI DU COVID.

Jean-Jacques Morin, directeur général adjoint du groupe, raconte avec franchise comment rebondir après un tel choc.

# **Accor,** se transformer pour réussir

### Comment se porte Accor, quasiment deux ans après le début de la pandémie?

La pandémie a été d'une violence inouïe. Durant les dernières années, on comptait environ 1,5 milliard de voyageurs internationaux par an. Il y en a eu 400 millions l'année dernière, l'équivalent des mouvements comptabilisés en 1980 sur les voyages internationaux. Ces données se reflètent sur les résultats d'Accor au premier semestre qui sont encore à 60 % de baisse par rapport à notre CA de 2019. La situation s'améliore néanmoins, grâce à la vaccination qui est la clé de voûte de la reprise des voyages, notamment internationaux. Pour tous, elle se conjugue avec l'envie de reprendre une vie normale. En conséquence, les résultats de l'été ont été excellents. Les mois de septembre et d'octobre s'inscrivent dans cette même tendance. Néanmoins cette pandémie nous a appris que le chemin de sortie de crise n'est pas linéaire. En Chine, après des mois et des mois de très bons résultats quant au développement de l'épidémie, le pays a connu un drastique retour en arrière cet été. Nous restons positifs, mais le parcours à faire pour retrouver de la croissance n'est pas stabilisé.

### Comment réinventer son business model après une telle crise?

Le business model d'Accor s'est considérablement modifié durant ces cinq dernières années. Tout d'abord, nous sommes passés d'un modèle asset heavy à un modèle asset light. Alors que nous gérions auparavant un bilan, nous gérons désormais un P&L, avec une résilience des résultats bien entendu fort différente. Ce changement de business model nous a d'ailleurs donné du temps pour affronter la première vague de la crise. De plus, et ce travail est toujours en cours, nous avons mené une transformation digitale ainsi qu'une nouvelle stratégie de relation-client avec la création de ALL-Accor Live Limitless, notre programme de fidélité et plateforme de réservation du groupe. Accor a organisé son cœur de métier autour de l'idée d'une hospitalité augmentée pour faire vivre des expériences mémorables à nos hôtes, voyageurs, travailleurs et à nos communautés locales. C'est une vision unique, source de valeur ajoutée importante pour nos clients et propriétaires maintenant que nous ne sommes plus propriétaires des murs. Et justement, il nous fallait repenser notre mode de fonctionnement. Je dirais que l'un des seuls éléments positifs de cette crise, c'est qu'elle nous a forcé à réfléchir à notre façon de travailler. À travers un projet baptisé Reset, chacun s'est posé la question de ce qu'il fait et pourquoi il le fait. Cette réflexion et cette analyse ne peuvent être conduites que lorsque le management n'est pas à courir après la croissance. Chaque année le groupe délivrait des résultats meilleurs, générait plus de cash qu'il retournait aux actionnaires, etc. Et tout s'est écroulé violemment : Accor a perdu 2 Mds€ en 2020. L'organisation a alors pris conscience que si le chiffre d'affaires était d'une certaine facon incontrôlable. car déterminé par des facteurs sanitaires et des stratégies de gouvernement sur lesquelles elle n'avait pas d'influence, elle a eu la capacité de se refocaliser sur l'interne et de mener une réflexion commune sur ce que pourrait être le monde d'après.

### Considérez-vous cette crise comme une opportunité pour donner un nouvel élan à l'entreprise?

Nous essayons de rester logiques par rapport à ce qui avait déjà été lancé. Le développement du lifestyle était par exemple l'une de nos stratégies d'investissement. Nous voulions concevoir nos hôtels comme des lieux de vie, pour proposer aux voyageurs de partager avec les habitants autour de nos établissements, leur permettant de profiter d'un bon restaurant, d'un spectacle, d'une exposition d'art, d'un concert... Nous avions lancé ce développement en 2018 avec une prise de participation dans la société sbe, que nous avons poursuivi en 2020 en acquérant 100 % des activités asset light de sbe, comprenant notamment les marques Delano, Mondrian, SLS et Hyde. La crise nous a donné raison : les gens ont encore plus envie qu'avant de profiter de leur temps libre. Les résultats du Q2 2021 sur ces hôtels ont été supérieurs à ceux de début 2019. Nous avons également trouvé des relais de croissance dans cette crise. Aujourd'hui le

télétravail est à l'honneur et les locaux des entreprises diminuent en conséquence. Nous avons donc imaginé de transformer une partie de nos hôtels en lieux de réunions professionnelles, en réutilisant l'espace qui est moins utilisé par les voyageurs internationaux. C'est ce qui est appelé le workspitality, qui est un business BtoB. Il connaît d'ailleurs une vraie demande et certaines de nos solutions sont occupées à 100 %, notamment à Londres.

### Quelle est votre stratégie en termes de croissance externe pour les prochains mois?

Notre priorité c'est la sortie de crise et le rebond. Nous devons être certains de pouvoir capturer le maximum de business. Nous avons mené énormément d'opérations de M&A durant les quatre dernières années (environ 12 Mds€), et avec désormais plus de 40 marques dans notre portefeuille, allant de l'économie au luxe, en passant par le premium, le milieu de gamme ou le lifestyle, nous sommes bien équipés. Le groupe n'a pas un besoin criant de compléter son portfolio, mais nous regardons bien sûr les opportunités pertinentes du marché, toujours en accord avec notre vision d'hospitalité augmentée. J'ajoute que les valorisations des cibles sont loin d'être attractives. La récente transaction sur Four Seasons, par exemple, s'est négociée sur des multiples de 40x la valeur de l'Ebitda.

# Accor s'est lancé dans une nouvelle equity story en créant le premier corporate SPAC en Europe, baptisé AAC (Accor Acquisition Company). Quelle est la logique industrielle derrière?

Dans la transformation multiforme menée par le groupe, nous avons travaillé sur le parcours du client et avons lancé une initiative consistant à regarder quelles offres pouvaient être ajoutées à sa réservation de chambre, qui constitueraient des sources complémentaires de revenus pour nous tout en le fidélisant à nos marques. C'est ainsi que Accor a acquis une société de conciergerie

### IL EST COMME ÇA...

### **UNE RÉUSSITE**

Je suis ingénieur et j'ai longtemps travaillé dans le secteur des hautes technologies. J'ai toujours été animé par la transformation, par l'amélioration des modèles. Chez Accor, j'y trouve une forte énergie.

### **UN ÉCHEC**

J'ai été le CFO d'une start-up, en Allemagne, et j'en ai été le dernier employé. J'ai passé deux ans à essayer de faire fonctionner un business model qui n'était pas viable. J'en garde un souvenir difficile mais qui me sert encore aujourd'hui.

### **UNE ENVIE**

Mieux communiquer pour faire comprendre aux salariés les projets de transformation menés. Je travaille beaucoup sur la conception du projet, sur son aspect technique, mais pas assez sur sa vulgarisation alors que c'est clé pour pouvoir embarquer les équipes dans un projet commun.

en 2017, John Paul, un service qui propose un accompagnement haut de gamme au client. Le SPAC AAC a été conçu comme une façon de financer cette stratégie d'hospitalité augmentée. Les investisseurs apportent les liquidités au SPAC et Accor livre ses compétences et sa connaissance du marché. Nous savons quels sont les acteurs, comment les valoriser, comment gérer ces sociétés et les faire grandir. L'investisseur bénéficie ainsi de l'expertise corporate d'Accor, tandis que nous protégeons notre bilan. C'est une stratégie gagnant-gagnant. Des cibles ont déjà été repérées et abordées dans l'univers des technologies liées à l'hôtellerie, du bien-être, de la restauration par exemple.

### La pandémie a eu pour effet d'accélérer la prise en compte de la RSE. Accor prévoit d'ailleurs de présenter un nouveau programme de RSE. Quelles en sont les grandes lignes?

Accor a toujours été en avance sur ces sujets. Il est dans l'ADN d'Accor que d'avoir à traiter des sujets sociétaux. L'hôtellerie est l'un des rares secteurs où l'ascenseur social fonctionne à plein : sans diplôme, le salarié peut réussir à parvenir à des niveaux de management très élevés. Nous en avons de multiples exemples dans notre organisation. Par-delà ces considérations sociétales, nous avons élaboré de longue date différents programmes autour des problématiques ESG, notamment Planète 21 qui veille par exemple au gaspillage alimentaire ou encore à notre empreinte carbone. Nous sommes fiers d'avoir été les premiers dans l'industrie à annoncer récemment nous engager à atteindre le netzéro carbone d'ici 2050. La consommation d'eau est aussi l'un de nos chevaux de bataille: pour ne donner qu'un exemple, concernant le nettoyage du linge de toilette, Accor s'est engagé en échange, à replanter des millions d'arbres dans différents pays. Nos efforts ont d'ailleurs été récompensés. car nous faisons partie du CAC 40 ESG. Et nous avons décidé de passer à la vitesse supérieure en recrutant Brune Poirson, ancienne secrétaire d'État à la transition écologique. Elle a rejoint le groupe en mai dernier en tant que directrice du développement durable et membre du comité exécutif. Je la laisserai vous présenter le nouveau programme ESG mais je peux d'ores et déjà vous dire qu'une réflexion a notamment été menée sur le gaspillage alimentaire : c'est l'un des points sur lequel l'industrie peut avoir une valeur ajoutée. Dans un hôtel, nombre de clients commandent des repas et ne les consomment pas. Les inventaires sont constitués pour répondre à une demande éventuelle des clients, mais si elle ne vient pas, les denrées sont gâchées. Je crois que l'on doit faire différemment.

**[ONDINE DELAUNAY** 

# DOSSIER SPÉCIAL

AUTOMOBILE CLUB DE FRANCE CONFÉRENCE PARIS - 30 NOVEMBRE 2021 CONFÉRENCE VERS DE NOUVEAUX ÉQUILIBRES



# SCOR ADMINISTRE UN TRAITEMENT INÉDIT À COVÉA

Accusant le dirigeant de son principal actionnaire, par ailleurs membre de son conseil d'administration, d'avoir utilisé de manière illicite des documents confidentiels pour lancer une OPA hostile, Scor a mené durant plus de deux ans une âpre bataille à l'encontre de Covéa et de son PDG. Ayant impliqué le tribunal de commerce, l'AMF, le Parquet national financier ou encore l'ACPR, ce conflit aura notamment permis de clarifier les devoirs des administrateurs, jusqu'alors peu encadrés par la loi et la jurisprudence.



### DEUX POIDS LOURDS DU MONDE DE L'ASSURANCE LIÉS CAPITALISTIQUEMENT.

Un dirigeant qui entre en possession d'informations confidentielles et décide de les utiliser, de manière illicite, pour lancer une offre de rachat hostile. S'ensuit une guerre sans merci devant les tribunaux, qui conduit les plus hautes institutions du pays à jouer les médiateurs. Le tout avec, en toile de fond, l'immixtion dans ce dossier de deux femmes activistes, attirées par la perspective d'une coquette plus-value. Si ce scénario présente toutes les caractéristiques d'un bon polar financier, il constitue en réalité, ni plus, ni moins, qu'un bref résumé du conflit ayant opposé le réassureur Scor et le groupe d'assurance mutualiste Covéa (Maaf, MMA, GMF) entre l'été 2018 et le printemps 2021. Une confrontation vouée à rester dans les annales de la place de Paris, tant son déroulement aura donné lieu à des développements



inédits et offert à la justice l'occasion d'étayer la jurisprudence afférente aux devoirs des administrateurs.

### L'intervention du Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise. Entre les deux protagonistes, le début de l'histoire remonte à 2003, avec l'entrée de Covéa au capital de Scor. Contre toute attente, l'assureur profite de la sortie d'un autre investisseur, en 2016, pour accroître sa participation,

devenant ainsi le premier



actionnaire de Scor avec plus de 8 % des parts. Face à l'inquiétude de ce dernier, soucieux de préserver son indépendance, un accord (« standstill agreement ») est signé entre les parties. Celui-ci prévoit que le mutualiste ne pourra pas monter à plus de 10 % avant avril 2019. Sauf que... Le 24 août 2018, Covéa informe Scor de sa volonté d'engager des discussions en vue d'acquérir, de façon « amicale », la majorité de son capital. D'emblée, le réassureur rejette cette offre, qu'il considère pour

sa part comme hostile. Plus que la tentative d'OPA ellemême, c'est son calendrier et son mode préparatoire qui interpellent le président-directeur général de la cible, Denis Kessler. Selon lui, le patron de Covéa, Thierry Derez, aurait en effet initié cette opération après avoir eu connaissance d'informations confidentielles concernant un projet de rapprochement entre Scor et son concurrent PartnerRe. Problème : ces données auraient

été collectées dans le cadre d'un conseil d'administration du réassureur... dont Thierry Derez est membre! Dénonçant la manœuvre, Scor commence par pointer, le 27 septembre, une « situation de conflit d'intérêts général avéré » et appelle à sa démission de l'instance de gouvernance. Après avoir refusé dans un premier temps, Thierry Derez s'exécute finalement en novembre, après que le Haut Comité de Gouvernement

d'Entreprise a rendu un avis sans ambiguïté. L'affaire prend ensuite une tournure judiciaire. Le 29 janvier 2019, Covéa indique qu'un rapprochement avec Scor ne fait plus partie de ses options stratégiques. En réaction, Scor décide de porter cette affaire auprès de l'Autorité des marchés financiers, au motif qu'il n'aurait notamment pas été préalablement informé du changement de position de son actionnaire. Surtout, il engage une

### UNE PREMIÈRE POUR LES BANQUES CONSEIL

Afin de miner la tentative de rachat dont il faisait l'objet, Scor n'a pas hésité à poursuivre en justice les banques conseil de Covéa sur la base de motifs inédits. Dans un communiqué publié en janvier 2019, le réassureur annonçait en effet le lancement d'« une action en responsabilité civile, contre Rothschild en France, et contre Barclays, devant la High Court of Justice de Londres, pour violation grave de la confidentialité et du secret des affaires de Scor ». Scor reprochait ainsi aux deux établissements de s'être appuyés sur des documents confidentiels

transmis de manière illicite par Thierry Derez, dirigeant de Covéa et alors administrateur de Scor, pour préparer le projet d'OPA. Si la procédure visant Rothschild a rapidement été abandonnée, il aura fallu attendre le 14 juin dernier pour voir Scor et Barclays mettre fin à leurs différends avec la signature d'un accord transactionnel. Selon des banquiers d'affaires, l'affaire pourrait laisser des traces et amener les banques à renforcer leur degré de vigilance quant aux informations fournies par leur client dans le cadre d'une OPA.



action en responsabilité civile contre Thierry Derez pour « violation grave de ses obligations légales et fiduciaires en tant qu'administrateur en son nom propre de Scor (notamment en matière de loyauté, conflit d'intérêts et confidentialité) ainsi que du secret des affaires de Scor », et une autre contre Covéa, « pour avoir directement participé et bénéficié des manquements graves de Monsieur Thierry Derez ». En parallèle, Scor attaque Thierry Derez et Covéa au pénal respectivement pour abus de confiance et recel d'abus de confiance. Du iamais vu!

**Deux médiateurs** en renfort. Alors que la bataille s'envenime, le fonds activiste CIAM, devenu actionnaire de Scor, s'émeut de la stratégie mise en œuvre par Denis Kessler à l'encontre de Covéa, qui tend selon ses deux fondatrices à pénaliser le cours boursier du réassureur. Cette situation les amène donc à

lancer une campagne contre le dirigeant. Si celui-ci conservera le soutien d'une majorité d'actionnaires, l'évolution du dossier préoccupe en plus hauts lieux. Inquiète quant aux possibles répercussions de cet affrontement sur la pérennité des deux sociétés, mais aussi sur l'image de la place de Paris, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) intime Scor et Covéa à enterrer la hache de guerre. Invités à jouer les médiateurs, Augustin de Romanet, administrateur de Scor, et Antoine Gosset-Grainville, co-fondateur du cabinet BDGS Associés échouent cependant en juin 2019 à rapprocher les deux belligérants, au plus grand désarroi de l'ACPR qui communique officiellement sur le sujet. Après de longs mois de statu quo, un coup de tonnerre intervient en novembre 2020, lorsque le tribunal de commerce de Paris rend sa décision relative à la plainte déposée par Scor près de deux ans plus tôt. D'après les juges, Thierry Derez aurait bel et bien « commis des fautes contractuelles engageant sa responsabilité civile, en

violant les engagements qu'il avait contractés à l'égard de Scor SE, en tant qu'administrateur à titre personnel de cette dernière, relatifs au conflit d'intérêts, à la confidentialité et à la loyauté ». En conséquence, le dirigeant et son groupe sont condamnés à verser près de 20 millions d'euros au réassureur. Tandis que le procès pénal de la procédure visant Thierry Derez et Covéa (pour abus de confiance et recel d'abus de confiance) est censé se tenir en juillet 2021, l'escalade se poursuit. En mars dernier, Covéa contreattaque en déposant plainte auprès du Parquet national financier (PNF) « pour le compte de Scor, à l'encontre de son PDG Denis Kessler, pour manipulation de cours et abus de biens sociaux ». Une requête qui n'aboutira pas, l'AMF indiquant deux mois plus tard ne pas disposer de preuves permettant d'étayer ces allégations. Il s'agira de la dernière décision émanant d'une autorité administrative ou judiciaire dans ce dossier. Sous l'égide de l'ACPR, les deux groupes se sont enfin résolus, le 10 juin dernier, à signer un protocole d'accord transactionnel venant mettre fin à leurs différends.

### Un règlement interne engageant. Pour

beaucoup, ce bras de fer, aussi violent fut-il, aura au moins eu un mérite : celui de créer un précédent vertueux en matière de gouvernance. Jusqu'au verdict du tribunal de commerce de Paris, tant le code du commerce que la jurisprudence se révélaient peu diserts sur les devoirs des administrateurs. Certes,

tous deux prohibaient et sanctionnaient l'exploitation par un administrateur d'une information confidentielle. Mais le champ de ce qui relevait de la confidentialité était, quant à lui, peu précis. Or, dans leur décision, les juges ont considéré que la signature d'un document interne à l'entreprise suffisait à encadrer les engagements d'un administrateur. Dans le cas d'espèce, Scor dispose d'un règlement intérieur auquel chaque administrateur adhère au début de son mandat, et qui prévoit la stricte confidentialité des délibérations du conseil d'administration et l'interdiction d'en divulguer - et encore moins de l'exploiter - la moindre information qui en ressort. Alors que Thierry Derez et Covéa avaient fait appel de cette décision du tribunal de commerce, prise d'après eux sur la base « de graves et multiples erreurs d'appréciation, en fait et en droit », les termes de l'accord transactionnel ne permettront pas de confirmer, ou d'infirmer, cette analyse. Pour autant, l'arrêt aurait eu une portée telle que, depuis, il aurait incité plusieurs sociétés soit à se doter d'un règlement interne applicable aux administrateurs, soit à durcir les dispositions d'un tel document existant. La sanction prise à l'encontre de Thierry Derez aurait également contribué à davantage faire prendre conscience aux administrateurs des risques qu'ils sont susceptibles d'encourir à titre personnel dans le cadre de leur mission.

[ARNAUD LEFEBVRE

### LES GRANDES DATES DU CONFLIT

- ▶ 24 août 2018 : Covéa informe Scor de sa volonté d'engager des discussions en vue d'acquérir une participation majoritaire dans le capital et les droits de vote du réassureur;
- √ 4 septembre 2018 : Covéa annonce au marché que sa tentative de rachat « amicale » de Scor a été rejetée;
- **∨ 13 novembre 2018** : Thierry Derez démissionne de ses fonctions d'administrateur de Scor;
- ▶ 29 janvier 2019 : Covéa indique qu'un rapprochement avec Scor ne fait plus partie de ses options stratégiques. Dans la foulée, Scor engage des actions pénales contre Thierry Derez et Covéa pour abus de confiance et recel d'abus de confiance;
- **∨ 25 mars 2019** : actionnaire de Scor, le fonds activiste CIAM dépose un projet de résolution visant notamment la révocation de Denis Kessler en tant qu'administrateur de Scor;
- **∨ 26 avril 2019** : cette résolution est rejetée lors de l'Assemblée générale du réassureur;
- **∨ 21 juin 2019** : l'ACPR révèle que les « discussions entamées entre Covéa et Scor pour régler leurs différends n'ont pas abouti »;
- ▶ 10 novembre 2020 : le tribunal de commerce de Paris déclare « que M. Thierry Derez a commis des fautes contractuelles engageant sa responsabilité civile, en violant les engagements qu'il avait contractés à l'égard de SCOR SE, en tant qu'administrateur à titre personnel de cette dernière, relatifs au conflit d'intérêts, à la confidentialité et à la loyauté ». À ce titre, il est condamné avec Covéa SGAM et Covéa Coopérations à payer in solidum la somme de 19603 191 euros à Scor; Thierry Derez et Covéa font appel;
- ▶ 24 mars 2021 : Covéa dépose plainte auprès du Parquet national financier (PNF) « pour le compte de Scor, à l'encontre de son PDG Denis Kessler, pour manipulation de cours et abus de biens sociaux »;
- **v 27 mai 2021** : l'AMF, sollicitée par le PNF, prévient que les éléments en sa possession ne permettent pas d'étayer de telles allégations;
- **∨ 10 juin 2021** : signature d'un protocole d'accord transactionnel mettant fin au conflit entre les deux groupes.

# VEOLIA/SUEZ, UNE OPA EN EAUX TROUBLES

Après plusieurs tentatives avortées, Veolia et Suez sont récemment parvenus, non sans mal, à un accord en vue d'un rapprochement. Émaillée de règlements de comptes ad hominem, de menaces et de poursuites judiciaires, cette opération aura donné lieu à l'une des plus âpres batailles qu'ait connues la place de Paris. Avec, à la clé, des sueurs froides pour la gouvernance de la cible.



LA TROISIÈME TENTATIVE AURA DONC ÉTÉ LA BONNE.

En 2006 déjà, puis en 2012, un mariage de Veolia avec Suez avait été envisagé, mais l'hostilité manifestée par l'un des deux acteurs d'une part, et la complexité d'une telle union sur un plan réglementaire d'autre part, avaient rapidement contraint les instigateurs à jeter les bans à la poubelle. De l'eau a toutefois coulé sous les points depuis. Et le 12 avril dernier, les deux groupes officialisaient leur accord en vue d'un rapprochement, censé donner naissance au « grand champion mondial français de la transformation écologique ». La satisfaction manifestée le jour de l'annonce par Antoine Frérot, président-directeur général de Veolia à l'initiative du projet, était à la hauteur de l'âpreté de la bataille qu'il a dû mener durant près de huit mois pour parvenir ses fins. Règlements de



compte par voie de presse, pilule empoisonnée, poursuites judiciaires... De mémoire de banquiers d'affaires, cette OPA restera comme l'une des plus violentes que la place de Paris n'ait jamais connues!

Une pilule empoisonnée originale. Tout démarre en plein milieu de l'été 2020 lorsque Engie, actionnaire à plus de 30 % de Suez, laisse entendre qu'il pourrait céder la quasitotalité de sa participation. Intéressé de longue date, Antoine Frérot saute sur l'occasion et formule une offre à l'énergéticien, fin août. Veolia ne masque pas ses intentions : s'il met la main sur ce bloc, il lancera dans la foulée une OPA, à la condition cependant que le projet recueille l'adhésion du



# LE CONSEIL D'ADMINISTRATION DE L'ACQUÉREUR S'ENTOURE

Dans le cadre d'une offre publique, il est d'usage que le conseil d'administration de la cible s'entoure de ses propres conseils pour se forger un avis sur le bien-fondé de l'opération, indépendamment des conseils choisis par l'entreprise elle-même. Ce fut logiquement le cas du côté de Suez. Plus original, le conseil d'administration de l'acquéreur a lui aussi opté, dans le cadre du rachat d'un bloc d'actions Suez détenu par

Engie, puis de l'offre sur le reste du capital du groupe, pour une approche similaire. Celuici a ainsi constitué un comité spécialisé, ou comité *ad hoc*, composé d'administrateurs indépendants chargés d'examiner les tenants et aboutissements de la transaction envisagée par la direction générale de Veolia. Pour les accompagner dans cette tâche, ceuxci ont fait appel à deux conseils financier (Citi) et juridique (Gide Loyrette Nouel).

conseil d'administration de la cible. Mais celuici, qui y voit plutôt une approche « hostile », ne l'entend pas de cette oreille. Après que Engie a accepté sa proposition, le spécialiste du traitement de l'eau et du recyclage de déchets décrète finalement que l'opération ira à son terme, avec ou sans la bénédiction de Suez. La « proie » contre-attaque. En plus d'intenter des actions en justice destinées à priver temporairement son nouvel actionnaire de l'exercice de ses droits de vote, Philippe Varin, son président, et Bertrand Camus, son directeur général, innovent en choisissant de loger l'activité Eau France de Suez dans une fondation de droit néerlandais (« stichting-fondation »). Une manœuvre qui rend sa vente impossible durant plusieurs années. Or cette activité doit justement

être cédée par Veolia à un tiers pour répondre aux exigences de l'autorité de la concurrence! S'ensuivent le lancement de poursuites devant le tribunal de commerce et l'AMF et une succession de règlements de compte par voie de communiqués et dans la presse, ce qui n'empêche pas Veolia, en février, de déposer une offre formelle auprès du gendarme boursier. Le management et les administrateurs de Suez ne relâchent pas la pression et continuent de s'efforcer de faire capoter l'opération. Jusqu'à ce que le travail de médiation mené par Gérard Mestrallet pour réconcilier les deux parties parviennent finalement à porter ses fruits, en avril. Et Antoine Frérot de professer que « le temps de l'affrontement est terminé, le temps du rapprochement commence ». Pour autant, l'affaire laissera probablement des traces, tant la gouvernance de Suez aura été mise à dure épreuve.

# La responsabilité individuelle des administrateurs engagée.

Deux épisodes, tout particulièrement, sont en effet venus créer des précédents. Cherchant coûte que coûte à faire dérailler l'OPA, les équipes de Suez s'étaient résolues à faire un tri dans le portefeuille d'activités du groupe, de sorte à le délester d'actifs jugés stratégiques par Veolia. À ce titre, elles avaient initié en début d'année des discussions avec des acquéreurs potentiels en vue de leur vendre les activités déchets au Royaume-Uni et en Australie. En réaction, Antoine Frérot avait prévenu, début mars, que « toutes les voies de droit pour bloquer ces cessions » seraient exploitées. Surtout, le dirigeant en avait profité pour adresser une mise en garde inhabituelle à « ceux des administrateurs qui les autoriseraient », en les menaçant d'engager leur responsabilité

### LES GRANDES DATES DU DOSSIER

- **→ 31 juillet 2020** : Engie lance une revue stratégique, incluant sa participation dans Suez;
- **√ 30 août 2020** : Veolia propose à Engie d'acquérir 29,9 % des actions de Suez qu'il détient « en vue de créer le grand champion mondial français de la transformation écologique »;
- **∨ 10 septembre 2020** : le conseil d'administration de Suez estime l'approche « hostile » de Veolia « incompatible avec l'intérêt de la société et de ses parties prenantes »;
- **23 septembre 2020** : Suez crée une fondation de droit néerlandais, inaliénable, dans laquelle est logée l'activité Eau France du groupe que Veolia convoite;
- **∨5 octobre 2020** : Veolia acquiert le bloc de 29,9 % du capital de Suez auprès d'Engie;
- ▶ 3 novembre 2020 : Veolia s'engage à déposer une offre publique d'acquisition au prix de 18 euros par action dès que le conseil d'administration de Suez aura émis un avis favorable sur ce projet et aura désactivé le dispositif visant à organiser binaliénabilité de l'activité de l'eau en France;
- **∨ 19 novembre 2020** : le président du Tribunal de commerce de Nanterre interdit l'irrévocabilité de la "stichting-fondation" de Suez aux Pays-Bas;
- **∨7 février 2021** : Veolia annonce le dépôt d'une offre publique d'achat sur l'ensemble du capital de Suez, au prix de 18 euros par action;
- **∨ 26 février** : le conseil d'administration de Suez juge que le projet industriel et l'offre à 18 euros de Veolia ne sont pas acceptables;
- **∨ 20 mars** : un consortium réunissant les fonds d'investissement Ardian et GIP propose à Suez d'acquérir ses activités françaises « Eau » et « Recyclage et Valorisation », ainsi que plusieurs activités « Eau et Technologie » à l'international. Cette offre est acceptée à l'unanimité par le conseil d'administration de Suez ;
- **∨ 2 avril** : l'Autorité des marchés financiers (AMF) déclare que la combinaison entre les modifications que la société Suez annonce avoir apportées au dispositif de la fondation de droit néerlandais et la proposition du consortium Ardian-GIP négociée et soutenue par le conseil d'administration de Suez porte atteinte aux règles et principes directeurs applicables aux offres publiques; Suez dénonce une prise de position « incompréhensible » et contrainte aux dispositions de la loi Florange;
- **∨ 12 avril 2021** : Veolia et Suez annoncent être parvenus à un accord permettant le rapprochement entre les deux groupes sur la base d'un prix de 20,50 euros par action Suez;
- **∨ 29 juin 2021** : le consortium constitué de Meridiam, GIP et CDC/CNP Assurances remet une promesse d'achat engageante pour le rachat du « nouveau Suez ». Dans la foulée, le conseil d'administration de Suez recommande l'offre publique rehaussée de Veolia au prix de 20,50 euros par action;
- **∨ 20 juillet 2021** : l'AMF déclare conforme le projet d'OPA visant les actions de Suez.



individuelle. Une tentative d'intimidation qui n'est pas passée inaperçue : si cette pratique est courante aux États-Unis, elle n'a quasiment jamais eu cours dans les grandes affaires publiques en France! Plus rare encore, Veolia a décidé, un mois plus tard, de passer des paroles aux actes. Tandis que les administrateurs de Suez ont voté en faveur de la « stichting-fondation », le groupe les prévient qu'il va effectivement les traduire devant la justice et leur réclamer solidairement 300 M€. Il n'en fallait pas plus pour contraindre les intéressés à infléchir leur position, et Suez à céder, quelques jours plus tard, face aux attaques de son rival. Bien que les poursuites visant les administrateurs aient été mécaniquement abandonnées à la suite de l'accord de rapprochement, la procédure devrait durablement marquer les esprits. « L'action intentée par Veolia est violemment venue rappeler aux administrateurs qu'ils doivent être vigilants en cas d'OPA hostile

et qu'ils ne peuvent pas tout mettre en œuvre pour protéger l'entreprise dont ils défendent les intérêts », observe une partie prenante à l'opération.

La sortie controversée de l'AMF. Si l'affaire Veolia/Suez restera dans les annales en matière de gouvernance, c'est également parce qu'elle aura donné lieu à une passe d'arme peu commune avec... l'Autorité des marchés financiers. Tout part d'une communication de Suez, datée du 21 mars dernier. Le groupe annonce au marché non seulement avoir rendu définitive iusqu'en septembre 2024 la fondation néerlandaise dans laquelle est logée l'activité Eau France - sa dissolution anticipée est toutefois possible dans certaines hypothèses -, mais aussi avoir sollicité et obtenu une « offre ferme » de la part d'un consortium concurrent pour lui reprendre un périmètre d'activité précis, le reliquat étant proposé à Veolia. Ce dernier voit rouge. Tout comme l'AMF qui publie, le 2 avril, une prise de position allant faire couler beaucoup

d'encre. Dans celle-ci, le gendarme boursier tacle la stratégie de Suez, qui selon lui « porte atteinte aux règles et principes directeurs applicables aux offres publiques ». Et le régulateur d'ajouter que « la recherche d'une solution négociée entre les parties est tout à fait légitime, mais elle doit respecter les principes de transparence et d'intégrité du marché, de loyauté dans les transactions et la compétition, ainsi que du libre jeu des offres et de leurs surenchères ». Si l'AMF a pris le soin d'expliquer que sa décision était fondée notamment sur l'article L. 233-32 du Code de commerce et sur la directive européenne du 21 avril 2004, Suez a formellement contesté cette analyse

« incompréhensible », « prise au terme d'un processus décisionnel inacceptable car ne respectant pas les droits les plus élémentaires de Suez » et « en totale contradiction avec la loi Florange qui autorise la mise en œuvre de mesures de défense conformes à l'intérêt social contre une offre publique hostile ». Qui a raison? Le débat divise encore les juristes, qui espéraient le voir trancher la jurisprudence. Ce n'est toutefois probablement pas pour demain. « Des opérations de M&A aussi tendues et avec autant de rebondissements que celle ayant impliqué Veolia et Suez, on en connaît une par décennie tout au mieux », rappelle un banquier d'affaires.

[ARNAUD LEFEBVRE



PAR FRANK GENTIN, ANCIEN PRÉSIDENT DU TRIBUNAL DE COMMERCE DE PARIS

# Conflit d'intérêt et loyauté : et les parties prenantes?

Il y a un an, le Tribunal de commerce de Paris rendait son jugement dans une affaire fortement médiatisée opposant Scor à Covéa (son premier actionnaire) et au dirigeant de cette dernière – également administrateur, en son nom propre, de Scor.

L'ACTION INITIÉE PAR **SCOR S'INSCRIVAIT DANS LE SILLAGE DE LA PROPOSITION AMICALE FORMULÉE PAR COVÉA** À LA FIN DE L'ÉTÉ 2018 **D'ACQUÉRIR 100 % DE SON CAPITAL.** Cette proposition ayant suscité l'hostilité immédiate du président de la cible et, dans la foulée, celle du conseil d'administration de Scor, il n'y a pas été donné suite, si ce n'est toutefois sur le terrain judiciaire, puisque Scor s'est émue de ce que l'un de ses administrateurs (le président de Covéa) ait eu l'audace de participer - sans l'en informer, ni se déporter préalablement du conseil d'administration - à l'élaboration d'une proposition de rapprochement.

Aux termes de sa décision du 10 novembre 2020, le Tribunal de commerce de Paris a accueilli la plupart des griefs formulés par Scor et a notamment jugé que le président de Covéa avait (i) contrevenu au règlement intérieur du conseil d'administration de Scor en ne révélant pas à cette dernière son « conflit d'intérêt », (ii) violé son obligation de confidentialité en communiquant à la banque conseil de Covéa des informations obtenues en sa qualité d'administrateur de

Scor et (iii) fait preuve de « déloyauté » vis-à-vis de Scor.

Un accord étant finalement intervenu entre les parties, la Cour d'appel ne s'exprimera pas sur ces sujets. Nous n'aurons donc pas l'opportunité de lire un arrêt qui aurait été très attendu, si on en croit les commentaires du professeur Synvet dans un excellent article publié à la Revue de droit bancaire et financier (sept-oct. 2021) sous le titre « Les conflits d'intérêt, la loyauté des administrateurs ainsi que la confidentialité dans le cadre d'une offre publique d'acquisition hostile ».

Au-delà du cadre strict de cette affaire, le jugement du Tribunal de commerce de Paris offre l'occasion de réfléchir de façon plus générale aux devoirs et obligations des administrateurs, non seulement lorsqu'ils sont amenés à préparer une opération sur le capital de la société au sein de laquelle ils siègent mais également dans le cas, inverse, où ils sont conduits à examiner de telles offres et propositions dans le cadre de leur mandat.

Dans le cas précis d'un projet d'offre publique, il n'est pas douteux que le dirigeant de la société qui formule l'offre est initialement mû par le désir de préserver avant tout l'intérêt de cette dernière. Une telle approche ne signifie cependant absolument pas que le dirigeant en cause adopte nécessairement un comportement contraire à l'intérêt de la société cible. Il existe une multitude de raisons stratégiques ou financières pour lesquelles la société cible peut parfaitement trouver satisfaction dans l'offre qui la vise. Le fait qu'il existe des offres dites « amicales », qui sont précisément subordonnées à l'examen et à l'accord de la société cible, confirme amplement ce point. Par ailleurs, le simple fait qu'une offre ou une proposition ne soit pas sollicitée ne la rend pas, par nature, hostile. Le conflit d'intérêt du dirigeant de la société émettrice de l'offre, administrateur de la cible ne peut donc jamais se présumer du simple fait que sa société prépare une offre publique d'achat, qui plus est lorsque cette offre présente un caractère « amical ».

Plus précisément, s'il n'est pas contestable qu'il existe un conflit d'intérêt au stade de l'examen de l'offre (ce qui impose que l'administrateur qui porte l'offre s'abstienne de participer aux délibérations du conseil

d'administration amené à statuer sur celle-ci), il en est tout autrement au moment où cette offre est construite et pensée, puisqu'il peut sans conteste être dans l'intérêt de la société cible de disposer d'une telle option stratégique.

À l'occasion de l'examen d'une telle offre, les autres administrateurs de la cible doivent agir avec prudence et faire un choix guidé par l'intérêt social de cette dernière, sauf à s'exposer à une mise en cause. L'administrateur ne peut notamment pas se contenter d'apporter sa caution à une position de principe proposée par le directeur général (par exemple, le rejet de l'offre). Il doit se forger une opinion personnelle, qui peut diverger de celle du directeur général et qui peut sans doute être éclairée par l'instauration d'un dialogue avec l'administrateur qui porte le projet d'offre amicale. Un conflit d'intérêt peut en effet en cacher un autre : à savoir le conflit qui opposerait l'intérêt social de la société cible à l'intérêt propre de son dirigeant, lequel peut être soucieux de préserver son indépendance.

L'administrateur doit donc scrupuleusement veiller à ne poursuivre rien d'autre que l'intérêt social, ce



[ FRANK GENTIN, ANCIEN PRÉSIDENT DU TRIBUNAL DE COMMERCE DE PARIS

« Un conflit d'intérêt peut en cacher un autre: à savoir le conflit qui opposerait l'intérêt social de la société cible à l'intérêt propre de son dirigeant. »

qui implique désormais de tenir compte de l'intérêt de l'ensemble des parties prenantes, en ce compris les actionnaires. L'accomplissement en toute indépendance d'une telle mission peut impliquer une dose de courage de la part de l'administrateur notamment si elle le conduit le cas échéant à s'opposer au directeur général, ce qui est d'autant plus délicat lorsque ce dernier préside le conseil d'administration.

En conséquence de cela, l'administrateur doit veiller à sa propre capacité et à celle du conseil d'administration à rapporter la preuve, en cas de besoin, du bon accomplissement de sa mission fiduciaire. À défaut, il sait qu'il s'expose à la perspective d'une condamnation à verser des dommages-intérêts, évoquée par le professeur Synvet dans son article précité. Gageons qu'une telle perspective pourrait ne pas tarder à prendre forme. Se pose alors la question des moyens qui doivent être donnés au

conseil d'administration pour accomplir sa mission en toute indépendance.

Une somme d'administrateurs indépendants ne se traduit pas nécessairement par une indépendance du conseil face à ce qui peut être un souhait fort de la direction générale au moment d'une décision cruciale pour l'entreprise. L'indépendance d'esprit, et éventuellement le courage, dont doit faire preuve l'administrateur ne peuvent être effectifs que s'ils s'appuient sur des moyens indépendants et suffisants pour accomplir cette tâche avec le recul nécessaire à une analyse et une prise de décision et non à une simple validation.

Si tout débiteur d'une obligation doit, par souci de sécurité juridique, savoir ce qu'elle recouvre, l'administrateur doit être éclairé sur les contours de l'obligation de loyauté qui pèse sur lui lorsqu'une offre publique ou une proposition de rachat est soumise au conseil d'administration.

L'obligation de loyauté, sur laquelle prend appui le Tribunal de commerce pour prononcer sa condamnation, s'entend en effet nécessairement vis-à-vis de la société, et d'elle seule.

Pour ma part, je suis réceptif aux notions de transparence et de concurrence comme fondements de la loyauté à l'égard de la société. L'idée, qui nous vient du monde anglo-saxon, qu'une société qui reçoit une offre doit chercher à en susciter une (ou plusieurs) autre(s), dans un souci de mise en concurrence, me paraît digne d'être creusée.

Au risque de paraître manier le paradoxe, il me semble que l'administrateur qui est à l'origine d'une offre amicale potentiellement concurrente (et dans son propre intérêt) à un projet envisagé par la société ne peut pas être accusé de déloyauté à l'égard de cette dernière puisqu'il lui offre une nouvelle option stratégique. Dès lors que l'administrateur soumet

son offre à l'examen et à l'approbation préalable du conseil de la société cible, il met par hypothèse cette dernière (si elle accepte un minimum de dialogue) en position d'opérer un choix souverain, éclairé et fondé sur la seule protection de son propre intérêt social.

À tout le moins, le fait pour un administrateur de ne pas s'aligner sur un projet du management ne pourra pas durablement être considéré comme une preuve de déloyauté. En revanche, un certain nombre de parties prenantes - comme les actionnaires - pourront légitimement s'interroger sur la loyauté des administrateurs lorsqu'une offre d'achat aura été écartée à l'initiative du management sans avoir été sérieusement étudiée et challengée par le conseil d'administration.

Sur tous ces enjeux, relatifs à l'intérêt social et à l'exécution de sa mission par l'administrateur, le juge devra prendre ses responsabilités.



# UNIBAIL-RODAMCO-WESTFIELD: LE RAID ACTIVISTE FONCIÈREMENT EFFICACE DU DUO NIEL-BRESSLER

Opposés au plan stratégique soutenu par la direction d'Unibail-Rodamco-Westfield, Xavier Niel et Léon Bressler, ancien dirigeant de la foncière, ont mené il y a un an une campagne éclair pour convaincre les actionnaires de le rejeter. S'inspirant de méthodes habituellement mises en œuvre par des activistes, ils sont parvenus à renverser la direction en place. Un vrai cas d'école.

SI XAVIER NIEL
N'A RIEN D'UN
ACTIONNAIRE
ACTIVISTE, IL A
TOUT COMPRIS DE
LEURS MÉTHODES!

Fraîchement entré au capital de la foncière Unibail-RodamcoWestfield (URD), lecréateur de l'opérateur télécom Free a en effet été à la manœuvre, il y a un an, pour contrecarrer les projets de la direction en place et précipiter l'éviction de son président, Christophe Cuvillier. « Un travail de professionnel », se remémore un expert en activisme, qui n'hésite pas à dresser un parallèle avec la « campagne référence » qu'avait conduite le fonds TCI en 2017

pour contester, avec succès, les termes de l'OPA lancée par Safran sur Zodiac.

Un dialogue actionnarial qui n'en a que le nom. En baptisant son plan



stratégique RESET, Christophe Cuvillier ne s'attendait probablement pas à ce que la réinitialisation appelée de ses vœux lui coûte sa place. Sous l'effet notamment des épisodes de confinement, URW voit ses revenus plonger durant la crise. Une tendance jugée d'autant plus problématique que le groupe affiche un endettement significatif, supérieur à 20 Mds€. Pour assainir la situation financière, la direction de la société présente en septembre 2020 des mesures choc: des cessions d'actifs à hauteur de 4 Mds, une réduction du dividende versé pour une économie d'environ 1 Md et, enfin, le lancement d'une augmentation de capital de 3,5 Mds. Cette potion amère n'est toutefois pas du

goût de Léon Bressler. Après avoir dirigé Unibail entre 1992 et 2006, celui que l'on surnommait le « roi de l'immobilier commercial » au début du millénaire a fondé le véhicule d'investissement Aermont Capital, devenu actionnaire d'URW durant l'été 2019. Selon lui, le groupe n'a pas besoin d'un renforcement de ses fonds propres. mais simplement d'un repositionnement stratégique. Léon Bressler préconise ainsi une cession des centres commerciaux américains, en perte de vitesse, au profit d'un recentrage sur les actifs « haut de gamme » basés en Europe. Son analyse convainc Xavier Niel, qui devient à son tour actionnaire de la société. Agissant

### LES GRANDES DATES DU DOSSIER

### ▶ 16 septembre 2020 : Unibail-Rodamco-Westfield présente son plan stratégique « RESET », qui repose sur d'importantes cessions d'actifs, une limitation des dividendes versés ainsi que sur une augmentation de capital de 3,5 milliards d'euros;

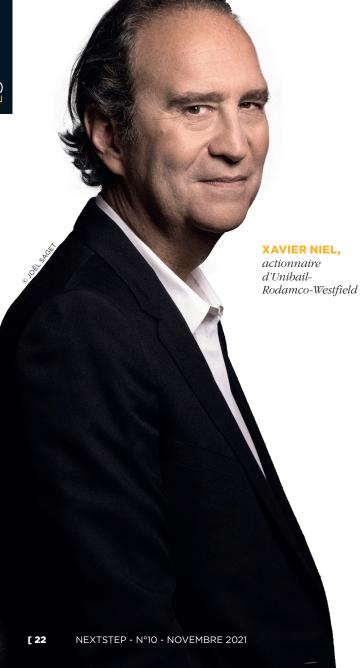
### **∨ 15 octobre 2020** : emmené par le tandem Xavier Niel-Léon Bressler, alors détenteur de 4,1 % du capital d'URW, Flagship Retail Investment envoie un courrier au conseil de surveillance de la foncière pour l'informer qu'il faudrait contre le projet d'augmentation de capital et en faveur d'une résolution déposée par ses soins, relative à la nomination de trois membres à ce conseil (Xavier Niel, Léon Bressler et Susana Gallardo); ses arguments sont exposés sur un site web spécifiquement créé : www.refocusnotreset.com;

- ▶ 10 novembre 2020 : durant l'Assemblée Générale Mixte du groupe, la résolution donnant délégation de compétence au directoire à l'effet d'émettre des actions ordinaires de la Société avec maintien du droit préférentiel de souscription est rejetée; les nominations de Léon Bressler, Xavier Niel et Susa Gallardo au conseil de surveillance sont approuvées;
- **∨ 13 novembre 2020** : Léon Bressler est nommé président du conseil de surveillance d'URW avec effet immédiat;
- ▶ 18 novembre 2020 : Jean-Marie Tritant est nommé président du directoire d'URW SE, avec une prise defonction fixée au 1er janvier 2021, en remplaçant de Christophe Cuvillier.

# UNE GOUVERNANCE CRITIQUÉE **POUR SA « PAUVRETÉ »**

Dans sa liste de mauvais points adressés à la direction d'URW, le duo Léon Bressler/
Xavier Niel pointait également du doigt la gouvernance de la foncière. « Le directoire a été réduit à seulement deux membres, le CEO et le CFO, éliminant la représentation des principaux responsables de business units. Nous considérons cette construction comme celle d'une gouvernance extrêmement pauvre », écrivaient-ils ainsi dans une lettre transmise, le 15 octobre 2020, aux membres du conseil de surveillance. Dans les faits, les directoires des

grands groupes sont, il est vrai, généralement plus étoffés. En outre, les deux actionnaires dissidents relevaient que sept des neuf membres du conseil de surveillance avaient voté en faveur du rachat de Westfield. Une transaction qu'ils assimilent à un échec. « Nous attendons désormais beaucoup du conseil de surveillance pour reconsidérer sa perspective avec le recul », poursuivaient Léon Bressler et Xavier Niel, qui justifiaient ainsi leur souhait de voir entrer trois nouveaux membres – dont eux-mêmes – au sein de cette instance.



de concert, les deux hommes, qui détiennent ensemble 4,1 % du capital d'URW, exposent leurs vues à Christophe Cuvillier. Si ce dernier écoute les arguments, il ne les entend pas. Et pour cause : le dirigeant, aux commandes de la foncière depuis 2013, fut le principal instigateur du rachat réalisé quatre ans plus tard de l'australien Westfield, propriétaire notamment de nombreuses galeries commerciales aux États-Unis, pour la bagatelle de 20,4 Mds€. Si cette emplette n'a pas porté les fruits espérés, loin s'en faut, Christophe Cuvillier en est persuadé : une fois la crise sanitaire terminée, le marché américain rebondira plus fortement qu'ailleurs, et les résultats d'URW avec. Face à cette perspective, la foncière doit donc maintenir le cap. Et, surtout, conforter son haut de bilan.

Les proxys favorables au projet d'augmentation de capital. Pour faire entendre leur voix, Léon Bressler et Xavier Niel savent qu'ils

disposent de très peu de temps. Nous sommes fin septembre, et le plan RESET doit faire l'objet d'un vote par les actionnaires de la foncière au cours de l'assemblée générale du 10 novembre. Il leur faut dès lors agir vite, et frapper fort. Avec le soutien de la femme d'affaires espagnole Susana Gallardo, par ailleurs compagne de Manuel Valls, ils s'évertuent à démontrer l'échec de la stratégie poursuivie par Christophe Cuvillier ces dernières années et à étayer le bien-fondé de la leur. Les performances boursières d'URW parlent pour eux. Depuis fin 2017, son cours a plongé de près de 86 %, quand celui de ses principaux concurrents, tels Klépierre et Simon Property Group, limitait son recul à 60 % environ. Surtout, les frondeurs veulent rassurer. Certes, l'endettement de URW est bel et bien important (15 Mds€ d'échéances de remboursement jusqu'en 2025), en partie du fait de l'acquisition de Westfield. Mais il reste d'après eux parfaitement soutenable eu égard

gouvernance

aux plus de 12 Mds€ de liquidités détenues par le groupe. Dans ce contexte, Léon Bressler et Xavier Niel sont formels: l'augmentation de capital, qui serait extrêmement dilutive, n'a pas lieu d'être Le 15 octobre ils synthétisent ces points dans un document de 33 pages, intitulé « Refocus Not Reset ». Afin de toucher la plus grande audience possible, ils créent dans le même temps un site Internet qui, en plus de compiler ces informations, s'impose comme un espace de discussions avec d'autres actionnaires. L'effet de surprise passé, l'inquiétude gagne progressivement la direction d'URW. Le 19 octobre, elle décide de communiquer pour informer le marché que le « conseil de surveillance s'est réuni et a réitéré son soutien et engagement unanimes en faveur du plan RESET [...], seule réponse crédible aux défis auxquels URW fait face ». Et d'enfoncer le clou en martelant que celui-ci « protège les intérêts à long terme de tous les actionnaires ». Réelle conviction ou méthode Coué? Alors que le tandem Bressler/ Niel multiplie les sorties médiatiques et les échanges téléphoniques, le management d'URW pense marquer un point décisif quand, quelques jours plus tard, les principales agences de conseil en vote, en l'occurrence ISS, Glass Lewis et Proxinvest, appellent à soutenir la résolution autorisant la levée de fonds. Pour être adoptée, celle-ci doit recueillir au moins

deux tiers en sa faveur. Une cible largement à portée, pense-t-on au sein de l'état-major de la foncière, même si la campagne des actionnaires dissidents a fait mouche auprès de plusieurs gérants. Avant la tenue de l'assemblée générale, certains officialisent leur soutien au plan « Refocus Not Reset », à l'instar d'Amiral Gestion.

### Une assemblée générale en distanciel.

Dans ce contexte, il est donc peu dire que la communication d'URW, dans la soirée du 9 novembre, fait l'effet d'un coup de tonnerre. Contrainte d'organiser son AG à distance du fait de la situation sanitaire, la foncière a invité ses actionnaires à voter par correspondance dans le cadre d'un scrutin clos le même jour, à 15 heures. Avec 61.62 % de votes favorables « seulement ». la résolution « donnant délégation de compétence au directoire à l'effet d'émettre des actions ordinaires de la société avec maintien du droit préférentiel de souscription est rejetée », prévient le groupe. Le camouflet ne s'arrête pas là. Ayant appelé ses actionnaires à voter contre, les autres résolutions prévoyant les nominations de Léon Bressler, Xavier Niel et Susana Gallardo au conseil de surveillance d'URW sont, quant à elles, approuvées! Un désaveu complet pour Christophe Cuvillier, dont le remplacement à la tête de l'entreprise lui sera signifié quelques jours plus tard. Alors que le cours boursier de la foncière

a repris des couleurs depuis, avec un quasi doublement, l'offensive menée par Léon Bressler et Xavier Niel fera date. « Parvenir à fédérer un actionnariat aussi éclaté que ne l'était celui d'URW en l'espace d'un mois. contre l'avis de proxys,

le tout dans un climat relativement apaisé entre la direction et les actionnaires dissidents : on peut clairement aualifier cette campagne activiste de cas d'école », insiste un banquier À bon entendeur...

**ARNAUD LEFEBVRE** 



# LAGARDÈRE, AMBER ET CONTRE TOUS

Après plusieurs années d'une lutte acharnée, le fonds activiste Amber Capital est parvenu fin juin à contraindre Arnaud Lagardère à refondre la gouvernance de son groupe, via un abandon de son très protecteur statut de société en commandite par actions. Au-delà de cette issue, inédite sur la place de Paris, cette confrontation aura mis en lumière les limites afférentes au fonctionnement de la commandite en matière de dialogue actionnarial, mais aussi donné lieu à des revirements d'alliances spectaculaires, les soutiens d'un jour devenant ensuite de farouches opposants.



### JOSEPH OUGHOURLIAN A LE SOURIRE.

Habituellement discret, le patron d'Amber Capital n'a pas manqué de faire état de sa « fierté » ces dernières semaines, s'estimant même « comblé » face à des résultats qui vont « bien au-delà de ce qu'on aurait pu imaginer ». Cette joie, le financier l'attribue aux... bonnes performances sportives du Racing Club de Lens, pensionnaire du championnat de Ligue 1 de football dont il est actionnaire depuis 2016 et qu'il préside depuis 2018. Même si son équipe enchaîne les succès de prestige en ce début de saison, c'est pourtant sur un autre terrain que Joseph Oughourlian a récemment remporté l'une des plus grandes victoires de sa carrière. Après cinq années de lutte acharnée, il est en effet parvenu à renverser la gouvernance du groupe Lagardère, en contraignant son dirigeant Arnaud Lagardère à abandonner son très protecteur statut de société

en commandite par actions. Du jamais vu sur la place de Paris!

Une gouvernance peu représentative de l'actionnariat. La partie avait débuté en 2016, lorsque Amber Capital entre au capital de Lagardère avec une participation de quelques pourcents. Le fonds britannique, qualifié d'activiste, est alors convaincu que le cours de Bourse de l'entreprise affiche une décote importante. Pour y remédier, Joseph Oughourlian veut inciter Arnaud Lagardère à en accélérer le recentrage stratégique autour de deux activités, l'édition et le « travel retail », au détriment de celles dédiées aux médias et aux sports. En outre, l'actionnaire minoritaire appelle de ses vœux une évolution de la gouvernance. Comme n'importe quelle autre société en commandite par actions (SCA), Lagardère compte des associés dits commandités, chargés de nommer le gérant

qui dirigera l'entreprise, et des associés dits commanditaires, qui sont ses actionnaires. Très limités, les pouvoirs de ces derniers ne leur permettent notamment pas de révoquer le gérant, dont l'action est placée sous le contrôle d'un conseil de surveillance censé représenter les commanditaires. Or c'est là que le bât blesse pour les équipes d'Amber Capital : bien que composé exclusivement de membres indépendants. ce conseil ne jouerait pas suffisamment son rôle de contre-pouvoir d'une part, et il ne serait pas représentatif de l'actionnariat du groupe d'autre part. Tandis que les relations entre les parties restent, de l'avis général, courtoises, le fonds initie dès 2017 une campagne dans le but de convaincre les autres actionnaires à faire pression sur la gérance sur ces deux volets. Sans succès. L'année suivante, il récidive, toujours dans un climat relativement apaisé. En marge de l'assemblée générale du 3 mai 2018, il propose l'entrée de deux nouveaux membres dans le conseil de surveillance. Là encore, sa tentative échoue. Mais, rapidement, le déroulé de la réunion pose question. Premier actionnaire de Lagardère, avec plus de 13 % du capital, l'État qatari aurait en effet eu l'intention de voter en faveur des résolutions déposées par Amber Capital, avant finalement de maintenir son soutien à Arnaud Lagardère.

### LES GRANDES DATES

- **∨ Juin 2016** : Amber Capital entre au capital de Lagardère;
- → Mai 2018 : critiquant la gestion du groupe, Amber Capital tente de faire élire au sein du conseil de surveillance des administrateurs; sa demande est rejetée en assemblée générale;
- ▶ 10 octobre 2019 : les sociétés Lagardère SCA et Lagardère Capital & Management réclament en justice près de 84 millions d'euros au fonds activiste Amber Capital « en réparation des préjudices causés par une campagne de déstabilisation caractérisée par une multitude d'abus de minorité, de dénigrements et de harcèlements »;
- **∨ 21 avril 2020** : soucieux de contrer Amber Capital, Lagardère fait entrer à son capital Marc Ladreit de Lacharrière et Vivendi;
- → Mai 2020 : Amber Capital demande la révocation de l'ensemble du conseil de surveillance de Lagardère et propose la nomination de buit nouveaux membres indépendants; cette requête est rejetée en assemblée générale;
- **∨ 11 août 2020**: Amber Capital et Vivendi annoncent la signature d'un pacte, dans le cadre duquel les deux parties se consentent pour cinq ans un droit de première offre et un droit de préemption réciproques;
- **∨ 10 septembre 2020** : la Financière Agache (holding de Bernard Arnault) prend une participation d'une part dans la holding personnelle d'Arnaud Lagardère, d'autre part dans le capital du groupe Lagardère;
- **∨ 28 avril 2021**: Lagardère dévoile un projet de transformation de sa commandite en SA, tout en indiquant qu'il a conclu avec Amber Capital un accord transactionnel mettant fin aux diverses procédures qui les opposaient;
- **v 30 juin 2021** : la transformation de Lagardère SCA en société anonyme est approuvée par les actionnaires avec un score de 99,84 %;
- ▶ 14 septembre 2021 : alors que le siège parisien du groupe Lagardère est perquisitionné, le Parquet national financier (PNF) révèle qu'une information judiciaire a été ouverte en avril pour « achat de votes », « abus de biens sociaux », « comptes inexacts » et « information fausse ou trompeuse » à l'encontre de ce dernier;
- **∨ 15 septembre 2021** : Vivendi officialise son projet d'acquérir la participation d'Amber Capital d'ici au 15 décembre 2022, préalable au lancement d'une offre publique d'achat obligatoire sur Lagardère.

À partir de là, le match que se livrent ce dernier et son actionnaire activiste vire au pugilat. « Les relations sont alors devenues extrêmement tendues, pour ne pas dire plus », confirmet-on dans l'entourage d'Amber Capital.

La bataille des tribunaux. Désireux d'en savoir plus sur les circonstances ayant provoqué le revirement de position du Qatar, Amber Capital dénonce une absence de dialogue actionnarial et décide,

en réaction, de saisir le tribunal de commerce afin d'obtenir le séquestre de documents susceptibles d'étayer la piste de négociations entre la gérance de Lagardère et le fonds souverain de la péninsule arabique. De son côté, Lagardère porte plainte au sujet d'un possible délit d'initié commis en amont de son assemblée générale du 3 mai. Sont notamment visés Amber, DNCA et Edmond de Rothschild AM. Les mois qui suivent, le bras de fer commence

progressivement à pencher en faveur d'Amber Capital. Face aux pertes récurrentes et aux parts de marché réduites de ses activités médias et sports, le groupe Lagardère se résout en effet à s'en séparer. Une annonce accueillie favorablement par le fonds activiste, qui en attend cependant davantage: les problèmes de gouvernance relevés dès 2016 n'ont pas été corrigés, loin s'en faut. Dans une ambiance de plus en plus hostile entre lui et Lagardère, l'actionnaire dissident repart à l'offensive début 2020 en lançant une nouvelle campagne auprès des autres actionnaires. Cette fois-ci, Amber Capital réclame, ni plus, ni moins, la révocation de l'ensemble des membres du conseil de surveillance, et propose pour les remplacer une liste de huit candidats indépendants. Ses arguments font de plus en plus mouche. Même les agences de conseil en votes Glass Lewis et ISS reprennent ses critiques relatives à la passivité du conseil de surveillance. Un peu plus fragilisé, Arnaud Lagardère tente de reprendre la main en amont de la prochaine assemblée générale du groupe. Afin de contrer Amber Capital, il appelle deux « chevaliers blancs » à sa rescousse : Marc Ladreit de Lacharrière et Vincent Bolloré, qui prend une participation au travers de Vivendi qu'il dirige. La manœuvre porte ses fruits, l'intégralité des résolutions d'Amber étant rejetées, parfois à une courte majorité.

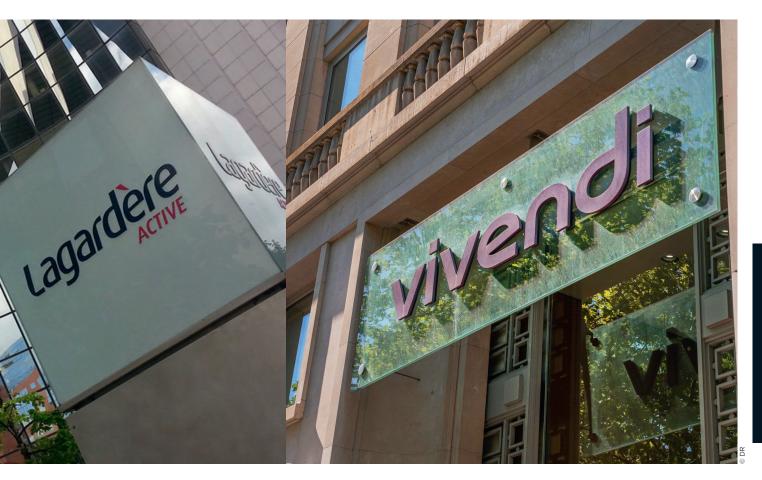


Mais pour Arnaud Lagardère, le répit est de courte durée.

### Un accord transactionnel signé.

Comme beaucoup s'y attendaient, Vincent Bolloré sort rapidement du banc de touche. En août, Vivendi signe un pacte avec Amber Capital. Partageant le constat d'une gouvernance défaillante, les deux nouveaux alliés s'accordent sur la nécessité d'un renouvellement du conseil de surveillance, avec la nomination de quatre membres. En sus, le document prévoit, en cas de cession par l'un d'eux de ses titres, que l'autre puisse se voir proposer en primeur un rachat du bloc. Même si Arnaud Lagardère parvient en septembre à attirer un nouveau





soutien de poids, en l'occurrence Bernard Arnault qui investit à la fois dans la holding personnelle d'Arnaud Lagardère et dans le capital du groupe Lagardère, il se retrouve plus acculé que jamais. Même son allié historique, le Qatar, déclare publiquement estimer légitime que l'ensemble des actionnaires soient équitablement représentés au conseil de surveillance. Certes, les tentatives de Vivendi et d'Amber Capital visant à réclamer la tenue d'une assemblée générale anticipée destinée à renouveler cette instance échouent - la justice déboutera cette demande. Mais le dirigeant sait qu'il doit reculer s'il veut mettre fin à la guerre de tranchée. Il faut dire que les relations se sont

dégradées avec Bernard Arnault entre temps. que Vivendi ne cesse de renforcer sa participation et que Amber Capital a déposé plainte au pénal en février dernier concernant le déroulé de l'AG de 2018. Après avoir mandaté la banque d'affaires Rothschild pour jouer le rôle d'arbitre, Arnaud Lagardère dévoile en avril 2021 son projet de transformation du groupe en société anonyme, laquelle serait dotée d'un conseil d'administration représentatif de l'actionnariat en place. Dans le même temps, il signe avec Amber Capital un accord transactionnel. Celui-ci prévoit l'extinction des différentes poursuites judiciaires lancées par les deux parties. Lors de l'AG du 30 juin, l'abandon de la SCA est adopté à

la quasi-unanimité des actionnaires (99,84 %).

Une épée de Damoclès au-dessus d'Arnaud Lagardère. Si Arnaud Lagardère est parvenu à conserver les commandes de son groupe, en en devenant le président-directeur général, la partie est toutefois loin d'être achevée pour lui. Mi-septembre, Amber Capital a en effet annoncé sa volonté de céder sa participation. Conformément aux dispositions du pacte conclu un an plus tôt, Vivendi s'est d'emblée porté acquéreur du bloc de 18 %. Si l'opération venait à être autorisée par l'Autorité de la concurrence, le groupe dirigé par Vincent Bolloré initierait alors dans la foulée une OPA sur Lagardère.

À la possible perte de son groupe pourrait également s'ajouter, pour Arnaud Lagardère, une condamnation judiciaire. En dépit des termes de l'accord transactionnel scellé avec Amber Capital, le Parquet national financier a en effet décidé en avril d'ouvrir une information judiciaire à son encontre. En lien avec l'AG de mai 2018, les faits reprochés sont graves : abus de pouvoir, présentation de comptes inexacts, diffusion d'informations fausses ou trompeuses, abus de biens sociaux et achat de votes! Si le groupe Lagardère a semble-t-il retrouvé une gouvernance apaisée, son passif avec Joseph Oughourlian n'a pas fini de tourmenter son responsable.

ARNAUD LEFEBVRE

DIANE

LAMARCHE,

associée chez

# « SOUS L'EFFET DE L'ACTION D'AMBER CAPITAL, LE GROUPE LAGARDÈRE RESSORT AVEC UNE GOUVERNANCE ASSAINIE »

Après plusieurs années d'opposition souvent tendue avec le fonds activiste Amber Capital, le groupe Lagardère a abandonné son statut de société en commandite par actions. Une évolution jugée positive en matière de gouvernance, comme l'indique Diane Lamarche, associée chez White & Case et conseil de l'actionnaire britannique dans ce dossier.

En septembre dernier, Amber Capital a annoncé la cession de sa participation dans le groupe Lagardère, cinq ans après son entrée au capital. À l'époque, quels facteurs avaient conduit ce fonds d'investissement qualifié d'activiste, que vous avez accompagné, à s'intéresser à cette société?

Diane Lamarche: Amber Capital avait la conviction que le cours de Bourse du groupe Lagardère affichait une décote sensible comparativement à la valeur de ses actifs. Selon son analyse, cette situation résultait de deux facteurs. Le premier tenait à la présence de la société dans deux secteurs d'activité lourdement déficitaires, en l'occurrence les médias et les sports, dont il convenait de sortir pour se recentrer exclusivement sur l'édition et le *travel retail*. Le second était lié à la gouvernance mise en place au sein du groupe avec toutes les contraintes découlant du statut de société en commandite par actions

(SCA) et aux coûts de structure qui n'étaient plus, selon Amber, justifiés.

> Cette critique est souvent formulée à l'encontre des SCA. La gouvernance du groupe Lagardère souffrait-elle d'exception?

Diane Lamarche: Il y a très peu de cas de SCA cotée (une 10<sup>aine</sup> sur plus de 900 sociétés cotées en France), pour une raison simple: ce statut confère aux dirigeants (appelés « gérants ») à la fois des pouvoirs extrêmement importants et une forme

de protection naturelle dans la mesure où les actionnaires (dits « associés commanditaires ») n'ont pas la possibilité de les révoquer. L'associé commandité peut ainsi contrôler le groupe avec une participation faible au capital (en l'espèce, autour de 7,5 %). Certes, le conseil de surveillance représente

les actionnaires, mais Amber considérait que le conseil de surveillance de Lagardère, composé uniquement de membres indépendants, ne remplissait pas suffisamment son rôle de contre-pouvoir face à la gérance.

Au terme de vives tensions avec la gérance, et par le biais notamment d'une alliance avec Vivendi et de plusieurs campagnes visant à sensibiliser d'autres actionnaires, Amber Capital est finalement parvenu à faire évoluer la gouvernance du groupe Lagardère, qui s'est transformé en juin dernier en société anonyme. Quel bilan votre client dresse-t-il de cette aventure?

Diane Lamarche: D'un point de vue général,

Diane Lamarche: D'un point de vue général, d'abord, ce dossier aura contribué à démontrer l'importance que peuvent avoir des activistes dans la mise en œuvre d'un dialogue actionnarial constructif. S'agissant d'Amber Capital plus spécifiquement, ils sont bien évidemment très heureux du parcours accompli. Même si les relations avec la gérance ont parfois été compliquées, le groupe Lagardère en ressort avec une gouvernance assainie, comme en témoigne la nomination d'un conseil d'administration représentatif des principaux actionnaires. L'exploit n'est pas maigre : c'est la première fois sur la place de Paris qu'une SCA se transforme en SA sous l'action d'un actionnaire minoritaire actif! Amber Capital estime avoir rempli ses objectifs vis-à-vis du groupe. Il a désormais accepté de céder sa participation à un grand acteur industriel, ce qui fait pleinement sens pour assurer le développement futur de Lagardère.

L'affaire n'est toutefois pas complément finie, le Parquet national financier ayant décidé d'ouvrir une information judiciaire pour « abus de biens sociaux et achat de votes » à l'encontre de Lagardère à la suite d'une plainte déposée en février dernier par Amber Capital...

**Diane Lamarche :** Conformément aux termes de l'accord transactionnel conclu avec le groupe Lagardère, Amber Capital a mis fin à l'ensemble des différents qui l'opposaient à Lagardère et n'a donc aucun commentaire à faire sur ce sujet qui est désormais dans les seules mains de la justice.

ARNAUD LEFEBVRE



# Tivate Quity

# 600 000€

**C'EST LE MONTANT ANNUEL** QUE TOUCHERAIENT LES ASSOCIÉS DES SOCIÉTÉS DE GESTION EN 2021 (BONUS COMPRIS ET HORS *CARRIED INTEREST*). SOURCE: HEIDRICK & STRUGGLES.

JOONGE . HEIDNICK & STROUGLES.

1,66 Md€

**C'EST LE MONTANT INVESTI** DANS LE NON COTÉ FRANÇAIS PAR LES ÉPARGNANTS ET FAMILY OFFICES DURANT LE PREMIER SEMESTRE 2021, REPRÉSENTANT 17 % DES SOUSCRIPTIONS. *SOURCE : FRANCE INVEST.* 

638 Mds\$

**DE VENTE D'ACTIFS RÉALISÉS** SUR LE MARCHÉ AMÉRICAIN DU PRIVATE EQUITY ENTRE JANVIER ET SEPTEMBRE 2021.

SOURCE : LES ECHOS.



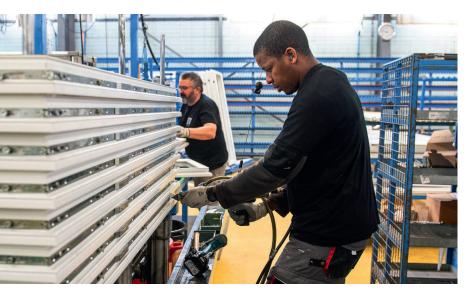
# QUAND L'ACTIONNARIAT SALARIÉ DONNE DES ZELLES

Premier employeur des Hautes-Vosges avec un effectif de plus de 500 collaborateurs pour 105 M€ de revenus, l'ETI spécialisée dans la fabrication de fenêtres en PVC et aluminium a ouvert son capital à l'ensemble de ses salariés, dans le cadre du premier FCPE de reprise de la loi Pacte.

**EN 75 ANS, LES ZELLES AURA EXPÉRIMENTÉ TROIS TYPES D'ACTIONNARIAT CONVENTIONNELS AVANT D'INAUGURER LE DISPOSITIF DE FCPE DE REPRISE MIS EN PLACE PAR LA** LOI PACTE. L'entreprise familiale née dans les Vosges en 1946 passe dans le giron du groupe Saint-Gobain, via sa filiale Lapeyre, dans les années 90 avant de faire l'objet d'un carve-out en 2008 mené par un duo de financiers. Au printemps 2021, le spécialiste des menuiseries, qui était depuis 13 ans détenu à 80 % par MBO & Co et Société Générale Capital Partenaires invite cette fois l'ensemble des salariés à devenir son principal actionnaire avec plus de 35 % du capital. Le solde est placé entre les mains d'un pool de nouveaux investisseurs au capital patients que sont Bpifrance, BNP Paribas Développement suivis par les fonds régionaux de la Caisse d'Épargne Grand Est Europe, Euro Capital, et l'Institut Lorrain de Participations. « J'ai tenu à ce que l'ensemble des salariés soit actionnaire grâce à l'abondement unilatéral que permet la loi Pacte. Parallèlement, un peu plus des deuxtiers ont mobilisé leur épargne sous forme

d'intéressement et de participation. Enfin, les cadres du comité de direction ont montré l'ampleur de leur engagement en investissant l'équivalent d'une année de salaire chacun, soit le plafond maximum prévu par la loi Pacte », détaille Laurent Demasles, président des Zelles, aux manettes opérationnelles depuis 2017 et artisan du redressement de l'ETI vosgienne, qui a connu des difficultés dans les années 2015 et 2016 à la suite de la crise du BTP et d'une stratégie inadaptée, héritage de son ancien propriétaire industriel.

Bascule du modèle économique. Appelé à la rescousse par les deux fonds actionnaires, Laurent Demasles, qui vient de l'univers des chantiers avec l'essentiel de sa carrière passé chez Bouygues à l'international, retrouve dans cette entreprise au fin fond des Vosges « ce même niveau d'engagement pour le collectif » qu'il a connu dans ses gros chantiers off-shore fédérant des milliers de personnes autour de projets parapétroliers pharaoniques. « Ce qui m'a également séduit, c'est ce lien très fort entre la société et son territoire et la remarquable résilience des salariés qui ont résisté à 15 ans de dilution de leur identité et de leurs valeurs à cause de la stratégie erratique de Saint-Gobain », confie le dirigeant. L'entreprise spécialisée dans la conception, la fabrication et la pose (sous-traitée) de fenêtres et portes d'entrées, en PVC et aluminium, à destination essentiellement des logements collectifs, s'était notamment fourvoyée en se détournant de la rénovation pour le marché des logements neufs qui a considérablement



dégradé ses marges. Le nouveau dirigeant la repositionne sur son marché historique et opère une bascule radicale du modèle économique, le faisant passer de la stratégie industrielle de fabricant de matériaux à l'optique commerciale d'opérateur de chantiers. « L'entreprise est un des rares acteurs dans le BTP qui est à cheval entre les deux modèles mais le curseur était trop avancé du côté industriel qui poussait vers un tropisme sur la réduction de coûts pour renouer avec la rentabilité, alors qu'il aurait fallu investir plus pour emporter plus de chantiers et rétablir nos marges », décrypte Laurent Demasles. Doté de la confiance des fonds actionnaires qui lui ont donné carte blanche, le nouveau patron accule ses créanciers bancaires à une conciliation pour financer sa nouvelle stratégie. Laquelle porte rapidement ses fruits avec une croissance de plus de 30 % en deux ans et demi. Le chiffre d'affaires passe de 80 M€ en 2016 à 105 M en 2019 et l'Ebitda de 0,8 à 4 M€. En décembre 2018, les fonds décident de profiter de cette nouvelle dynamique pour lancer le process de cession après plus de 10 ans d'actionnariat, soit bien trop longtemps pour des financiers censés faire tourner leur portefeuille tous les trois à cinq ans. Le dirigeant, qui avait conditionné son entrée dès le départ à la possibilité de racheter l'entreprise avec les salariés, se met à la quête du montage idoine permettant aux financiers de sortir par le haut, à une valorisation de marché.

### Un montage ficelé la veille du confinement.

Conseillé par le spécialiste de l'actionnariat salarié Equalis Capital, Laurent Demasles planche sur un scénario qui offrirait à tout le monde les mêmes conditions d'entrée plutôt que d'avoir des cercles d'actionnariat différenciés comme on les retrouve habituellement dans les LBO. Il trouve la réponse dans la nouvelle version

du FCPE de reprise de la loi Pacte qui permet un abondement défiscalisé, une mise plafonnée à un an de salaire au lieu de 3 mois auparavant, et favorise l'ancienneté en permettant d'arbitrer entre le plan d'épargne salariale et le FCPE de reprise. Le dispositif permet également la mise en place d'une décote de 30 % au bout de 5 ans de blocage. L'entreprise puise dans son cash pour offrir 200 euros d'abondement à tous les salariés, y compris ceux qui ne peuvent pas participer, en plus de 600 euros pour ceux qui investissent. Autrement dit, pour une mise de 1000 euros, soit l'équivalent du montant de la participation et intéressement en 2019, le salarié se retrouve avec 1800 euros grâce à l'abondement et 2500 euros au bout de 5 ans grâce à la décote de 30 %. Le montage est ficelé le vendredi 13 mars 2020 et la réunion de présentation prévue le 16 mars... soit la veille du confinement total qui a fatalement figé le processus. « Ma priorité a été alors de prendre soin des salariés pendant cette crise inédite qui a soudé la communauté autour de valeurs d'entraide au sein de l'entreprise et de solidarité vis-à-vis de nos fournisseurs », raconte le président des Zelles, qui ferme ses portes pendant deux mois, mais redémarre sur les chapeaux de roue dès l'été 2020.

70 % de salariés convaincus. « En octobre nous avons estimé avoir réussi le crash-test et repris le process là où il a été suspendu, sur la base de la même valeur », indique Laurent Demasle. L'entreprise s'en sort avec une baisse du chiffre d'affaires de 20 % sur l'année 2020 mais préserve sa rentabilité grâce aux effets à retardement du changement de stratégie opéré trois ans plus tôt. Elle arrive ainsi à maintenir un intéressement de 1000 euros pour ses salariés. Encore fautil que ces derniers osent prendre le risque de l'actionnariat dans un contexte encore très anxiogène. « Nous avons effectué un sondage en novembre/décembre et 60 % des salariés étaient prêts à mettre de l'argent dans l'entreprise, ce qui est un très bon résultat par rapport aux taux d'adhésion moyen pour notre taille d'entreprise », poursuit Laurent Demasle, qui se lance dans une campagne de communication sur la technicité du montage et le statut d'« entreprise à mission » qu'il veut adopter dans la foulée. Le management donne l'exemple en investissant un an de salaire. Et finalement, ce ne sont pas 60 % des salariés mais 70 % que le dirigeant arrive à fédérer autour d'un projet qui réconcilie vocation sociale et rentabilité économique. Désormais, le prochain chantier sera celui de la croissance externe et la recherche d'une nouvelle entité compatible avec l'ADN particulier des Zelles et de nouveaux salariés à embarquer dans cette aventure du capitalisme du XXIe siècle.

[HOUDA EL BOUDRARI

# QUAND LES INVESTISSEURS DESCENDENT **DANS L'ARÈNE DE L'ENTREPRENEURIAT**

Si l'aboutissement de la carrière d'un entrepreneur à succès est de devenir investisseur, le chemin inverse est rarement emprunté. Pourtant quelques uns s'y sont risqués avec audace et lucidité.

**ILS ONT TOUS CETTE ÉTINCELLE DANS LES YEUX QUAND ILS PARLENT DES DIRIGEANTS QU'ILS ACCOMPAGNENT,** cette conviction chevillée au corps que l'entrepreneuriat est le plus beau métier du monde, cette impression aussi parfois qu'à force de jouer les impresarios dans l'ombre ils sauraient tout aussi bien, voire mieux faire que les dirigeants qu'ils coachent à longueur d'année... Pourtant rares sont ceux qui osent passer de l'autre côté de la barrière, raccrocher la cravate d'investisseur pour la casquette de patron de PME, abandonner le monde feutré du huitième arrondissement parisien pour le terrain plus accidenté de la boîte de banlieue ou de province.

« L'environnement financier est très normatif, et le métier d'investisseur offre un confort financier et un couple risque/reward difficile à égaler », analyse Pascal Vermeersch, exassocié de LBO France et Capza, qui a sauté le pas en 2015 en reprenant une entreprise de métrologie, JRI, de 10 M€ de chiffre d'affaires à l'époque. Il faut dire que son parcours était moins linéaire et formaté que celui d'un investisseur classique n'ayant connu que l'écosystème du LBO. L'ingénieur télécoms a passé 10 ans à la direction stratégie de Kering, durant lesquels il s'est frotté à des sujets opérationnels, avant de découvrir le private equity en 2007 chez LBO France. D'abord séduit par le métier « pour sa grande diversité et son accès en

profondeur aux dessous du business des participations du portefeuille », Pascal Vermeersch a moins apprécié la montée en gamme du secteur sur des tailles d'entreprises plus importantes et la standardisation des process qui va avec. Ce qui a déclenché cette envie latente d'entrepreneuriat, histoire de renouer avec l'univers des PME tout en ciblant ses recherches en fonction de trois critères : une dimension technologique conforme à son ADN d'ingénieur, un enjeu international pour ouvrir ses horizons, et une taille d'entreprise disposant déjà d'un management intermédiaire pour qu'il puisse se consacrer à la dimension stratégique. « Même si concrètement, 20 % de mon temps est

dédié à la stratégie et aux tâches nobles, pour le reste, je fais les bouche-trous et traite de sujets sans grand intérêt mais trop touchy pour les déléguer, comme la gestion de flotte automobile », ironise le dirigeant, confronté à l'isolement dont souffre la majorité des patrons de PME. Il est pourtant mieux outillé pour y faire face grâce à sa vie d'avant, notamment dans le choix de ses partenaires financiers lors des deux opérations de LBO qu'il a déjà menés en six ans, faisant croître de 60 % la taille de son petit groupe baptisé MMS (Metrology & Monitoring Solutions).

### L'importance de la taille.

Cette histoire de taille est cruciale pour des investisseurs habitués à gérer un portefeuille de grosses PME et ETI et qui se retrouvent du jour au lendemain à la tête d'une petite entreprise, car leur capacité d'investissement personnelle est généralement plus réduite que la force de frappe d'un fonds de plusieurs dizaines ou centaines de millions d'euros. Tout le talent est de dénicher une base accessible pour une plateforme de buyand-build dans un secteur de niche encore sous les radars des fonds. C'est ce qu'a accompli Steve Rosengarten, ancien de Carlyle, qui a réussi, en partant d'une page



○ Pascal Vermeersch, président de JRI.

blanche en 2013, à bâtir le numéro deux indépendant des cliniques vétérinaires VetOne réalisant aujourd'hui 60 M€ de chiffre d'affaires et racheté en octobre 2021 par le leader européen du secteur IVC Evidensia, pour une valorisation tutoyant les 200 M€! En revanche. ce n'est certainement pas la motivation de faire fortune qui a dû pousser Fabrice de Gaudemar à quitter en 2014 le directoire d'Eurazeo, après 15 ans dans le fonds où il avait créé l'activité Eurazeo Croissance finançant les nouvelles technologies et les énergies renouvelables, et pris la direction RSE de la société de gestion cotée. En créant Qotto en 2015, une start-up commercialisant des kits solaires au Bénin et au Burkina Faso, le polytechnicien fait la jonction entre sa fibre entrepreneuriale, sa vocation sociale et ses convictions écologiques. Son passé de financier ne l'empêchera pourtant pas de galérer à lever des fonds en 2020 car l'Afrique n'attire toujours pas les investisseurs même quand le projet est porté par l'un de leurs anciens confrères...

Choc culturel. On peut rester en Ile-de-France et changer radicalement d'univers. Comme ce fut le cas de François Poupée, qui a repris en 2012 une PME de rénovation du bâtiment après 15 ans dans le private equity, dont 10 ans chez Atria. « L'idée de passer de l'autre côté de la barrière m'est venue quand une de mes participations allait mal: j'ai eu alors envie de mettre les mains dans le cambouis pour redresser la situation mais je me suis senti trop jeune et je n'ai pas osé franchir le pas », témoigne François Poupée qui quitte Atria en 2010, crée un cabinet de conseil M&A en « back-up » et prend le temps de « screener »

trouver la cible idéale et à sa portée. « Le champ sectoriel était très large, j'ai envisagé à la fois des activités plus proches de mon univers comme le conseil, le recrutement, la communication ou la formation, et des secteurs assez éloignés comme les métiers techniques du BTP » Son choix s'arrête sur une entreprise de rénovation du bâtiment de 2 M€ de revenus et une vingtaine de salariés. Le financier plonge abruptement dans un univers d'artisans aux antipodes du milieu de cols blancs surdiplômés où il a baigné pendant ses 20 premières années de carrière. « Je n'ai pas choisi la facilité mais j'ai su adapter mon mode de management au bout de guelques mois d'ajustement », raconte l'ancien patron, qui décide néanmoins de vendre l'entreprise au bout de quelques années et revenir au private equity en prenant en 2017 la direction de Paluel Marmont Capital. « J'ai vendu alors que j'avais réussi à maîtriser le business, mais je n'arrivais pas à me projeter dans ce secteur pendant dix ans pour faire la plate-forme de buy and build que j'avais en tête initialement », confie François Poupée. Car c'est là aussi que divergent les métiers d'investisseur et d'entrepreneur. « Dans le private equity, c'est le projet de transformation qui prime, peu importe le secteur du sous-jacent dans un portefeuille qui se doit d'être diversifié pour absorber le risque sectoriel. En revanche, quand on est aux manettes de sa propre boîte, on doit être vraiment passionné par son secteur, ce qui n'était pas mon cas », analyse l'ex-dirigeant, qui a gagné avec cette expérience une meilleure compréhension du mode

différents secteurs pour



△ Alice Escoffier, créatrice de Mountaingirl.

de fonctionnement des entrepreneurs qu'il accompagne.

### Libérer la créativité.

Une histoire de tripes que cette plongée dans l'arène entrepreneuriale et un changement de vie qui, dans les meilleurs des cas, allie les avantages des deux mondes. Quand elle a quitté son poste très prometteur chez Advent en 2012 après une dizaine d'années dans le private equity, Alice Escoffier ne savait pas encore ce qu'elle voulait entreprendre, mais souhaitait juste aller sur un terrain plus concret. Après avoir envisagé de lancer une chaîne de cup cakes, la trentenaire se frotte à l'expérience radicale de commercante en ouvrant une boutique de skis premium à Val d'Isère. Une expérience de trois ans qui a permis de semer les premières graines de sa véritable aventure entrepreneuriale: le lancement en 2016 d'une marque de mode durable baptisée Mountaingirl. À rebours de l'approche formatée de son métier d'origine, la créatrice s'est laissé guider par son instinct et son « bon sens » en

optant pour l'upcycling, en récupérant des tissus dans les grandes maisons de couture, en réalisant des collabs avec le Slip Français ou Armor Lux. Quitte à créer un animal à cinq pattes. « J'ai créé l'entreprise qui me plaît en cohérence avec mes valeurs et mes convictions », assume celle qui promeut un idéal féministe basé sur la sororité et reverse un euro à chaque vente à la Maison des femmes de Saint Denis soutenant les victimes de violences conjugales. Malgré ses choix de rupture, sa vie d'avant lui apporte cette logique business indispensable à la viabilité du modèle économique. « Je ne voulais surtout pas créer une énième entreprise qui perd de l'argent », assène l'entrepreneuse qui a autofinancé son projet devenu rapidement rentable, avant que le covid vienne en freiner momentanément la croissance. Avec ses deux boutiques à Val d'Isère et Megève, Mountaingirl réalise un chiffre d'affaires de quelque 600000 € mais vient de faire une première petite levée de fonds pour accélérer le développement de la marque.

[HOUDA EL BOUDRARI

# LA PLACE CLÉ DU MANAGEMENT DANS UN LBO PRIMAIRE

Rydoo, l'éditeur de solutions dédiées aux voyages professionnels et notes de frais, est récemment sorti du giron de Sodexo. À l'occasion d'une opération de LBO primaire, le fonds américain Marlin Equity Partners est devenu le nouvel actionnaire majoritaire du groupe, aux côtés du management qui a investi.

Entretien croisé entre SÉBASTIEN MARCHON, CEO de Rydoo et ISABELLE CHERADAME, associée du cabinet Scotto Partners. Quelle est l'histoire de Rydoo?

Sébastien Marchon: À la fin de l'année 2015,

le groupe Sodexo, leader mondial des services de qualité de vie (restauration collective, titres-restaurants, services à la personne) a pris la décision de se lancer dans la mobilité. Fort d'une longue expérience professionnelle dans le secteur des voyages d'affaires et gestion des frais professionnels, il m'a fait confiance pour lancer cette nouvelle activité sur ce marché dynamique et en croissance constante. À cette époque, les acteurs de cette industrie étaient nombreux mais aucun ne couvrait l'intégralité de la chaîne de valeur. En outre le taux d'équipement des PME était faible et l'expérience utilisateur très pauvre. Notre stratégie était simple : cibler les PME et proposer un outil couvrant l'intégralité de leurs besoins, centré sur l'expérience utilisateur. Afin d'exécuter cette stratégie nous avons acquis deux sociétés, iAlbatros et Xpenditure, que nous avons fusionnées pour former Rydoo en 2017. L'entreprise propose aujourd'hui deux solutions : une de réservation de voyages d'affaires, et une de gestion des remboursements de frais professionnels. Le succès a été assez fulgurant et nous avons rapidement atteint un million d'utilisateurs et 10 000 sociétés clientes. Le Covid a bien sûr ralenti notre croissance et nous a poussé à revoir nos priorités. Mais la crise a aussi accéléré la digitalisation des processus en entreprise, notamment ceux liés à la gestion des frais professionnels, et généré de nouveaux besoins liés au télétravail (plus d'employés ont eu des frais à se faire rembourser). Nous avons donc continué d'acquérir de nouveaux comptes ces derniers 18 mois. Aujourd'hui, l'activité est repartie de plus belle, et sur les voyages d'affaires et sur les frais professionnels. En octobre 2020, Sodexo a souhaité se recentrer sur son activité core business et m'a mandaté pour identifier un ou plusieurs nouveaux investisseurs. Le groupe a reçu de multiples marques d'intérêts, d'acteurs du

private equity et d'industriels. Marlin Equity Partners a finalement pris le contrôle de Rydoo en septembre 2021, *via* une opération de LBO.

Les opérations de carve-out et donc de LBO primaire sont en accélération depuis ces derniers mois. Doit-on y voir une conséquence de la crise?

Isabelle Cheradame: Il y a toujours eu des carve-out, mais il est vrai que la crise a accéléré ce type d'opérations, les groupes cherchant à se recentrer sur leurs activités core business pour rationaliser leur trésorerie. Sans surprise, les fonds d'investissement se positionnent sur ces opportunités d'acquisition pour structurer des LBO primaires. Et forts de liquidités abondantes, ils sont des compétiteurs redoutables face à des corporates plus traditionnels.

Pourquoi l'offre de Marlin Equity Partners a-t-elle été préférée aux autres?

Sébastien Marchon: D'abord parce que Marlin Equity Partners est un fonds américain de croissance. Il a pour vocation d'accompagner l'entreprise dans son expansion, et même de l'accélérer. Ensuite, parce que c'est un fond qui gère 7,5 Mds\$ d'actifs majoritairement dans des sociétés de techno et dans le SAAS : les équipes ont une expérience et une expertise remarquables sur lesquelles nous allons pouvoir nous appuyer. Enfin, et je crois que c'était le facteur déterminant, j'ai constaté que les équipes de Marlin étaient très en phase avec notre vision, notre ambition et notre stratégie de croissance. L'entente a tout de suite été parfaite, notamment avec Jérémy Nakache, responsable du bureau parisien de Marlin qui réalise avec Rydoo son quatrième investissement en France. C'était essentiel pour moi.

**Isabelle Cheradame :** Un LBO primaire constitue une opportunité intéressante pour une société car l'opération lui permet d'accélérer son développement, tant par



croissance organique qu'externe. Les fonds d'investissement sont de plus en plus spécialisés et apportent des compétences et ressources très utiles à l'entreprise. Le management doit veiller à être en phase avec l'investisseur sur la stratégie qu'ils souhaitent mener ensemble. Bien sûr le *fit* entre les équipes est indispensable, mais il est important que le management soit assisté par un conseil juridique rompu à ce type d'opérations, afin que les échanges des débuts se matérialisent et soient constructifs. Notre rôle est d'accompagner le management, qui ne connaît pas forcément cet environnement du capital investissement, pour identifier les questions non abordées.

Sébastien Marchon: Le rôle d'Isabelle a été essentiel, et ce, dès le premier jour des négociations. Elle a une très forte expertise et expérience de ce type d'opérations et a pu me guider et me rassurer (!) durant tout le processus. Ce type de projet réclame un investissement quotidien et intense du CEO, pendant plusieurs mois. Il ne peut cependant pas abandonner la conduite du business. Il doit donc être accompagné par des experts sur l'opération de LBO et par des managers « leaders » dans la gestion day-to-day du business. C'est une période dense, mais excitante car l'entreprise est à un tournant de sa vie.

### Quelle implication du management et des salariés dans l'opération?

Sébastien Marchon: J'ai associé l'ensemble du comex à cette vente, de manière à m'assurer que l'on était tous alignés sur le futur de l'entreprise et pour pouvoir discuter en toute transparence avec l'acquéreur de nos attentes, de nos forces et de nos faiblesses. Le management a donc été très impliqué. Nous avons cependant volontairement épargné les salariés de Rydoo, qui devaient rester concentrés sur la conduite des dossiers au quotidien.

Quid des spécificités des management packages dans les LBO primaires?

Isabelle Cheradame: Dans une opération de LBO, le management est clé. Le fonds doit le motiver mais aussi le responsabiliser à travers un package bien équilibré. Rappelons néanmoins que le management package requiert un investissement des managers. Or certains d'entre eux ont de faibles capacités financières pour investir, ce dont il faut discuter en toute transparence non seulement avec l'acquéreur mais aussi avec le vendeur. Le package doit être structuré de façon à ce que le risque inhérent à un investissement dans une opération de LBO soit en adéquation avec le potentiel de gain en cas de succès de l'opération. Il doit être en outre parfaitement calibré car le fonds aura, derrière, des attentes importantes de réalisation du business plan de la part de l'équipe de direction.

Les arrêts du Conseil d'État de cet été ont changé la donne en matière de management package. Les salariés des entreprises sous LBO doivent-ils s'en inquiéter?

Isabelle Cheradame: Les managers s'inquiètent et c'est bien légitime car la position de principe du Conseil d'État est de qualifier des gains issus d'un investissement en salaire, considérant qu'il s'agit de la contrepartie des fonctions de salarié ou dirigeant, sans prendre en compte la juste valorisation des titres au moment de leur acquisition ou souscriptions. Ces décisions du Conseil d'État ont surpris toute la place. Au-delà de l'impact pour l'économie du private equity, elles risquent d'avoir de lourdes conséquences sur l'entrepreneuriat français au sens large (fondateurs de start-up, entreprises familiales...). J'ajoute que les entreprises sont également touchées, compte tenu des enjeux en matière de charges sociales. Nous espérons que tous les acteurs de l'économie feront preuve de pragmatisme pour dégager des lignes directrices permettant de clarifier ces décisions et réajuster les principes dégagés jusqu'alors.

**[ONDINE DELAUNAY** 

○ Isabelle Cheradame & Sébastien Marchon.

### **SAVE THE DATE**

# ASSISES DES PARIS - 09 DÉCEMBRE 2021 RISQUES DE L'ENTREPRISE SÉCURISER POUR ŒUVRER À LA PERFORMANCE

### ASPECTS STRATÉGIQUES, ÉTHIQUES ET JURIDIQUES DES RISQUES DE L'ENTREPRISE

AVEC NOTAMMENT: JEAN-LUC PETITHUGUENIN, Président fondateur, PAPREC GROUP, DIDIER BOUDY, Président, MADEMOISELLE DESSERTS, LUDOVIC MALGRAIN, Associé, WHITE & CASE LLP, FRANCK ROHARD, Secretary General, Group Executive Committee member, EUROPCAR MOBILITY GROUP, EMERY JACQUILLAT, Président, CAMIF et COMMUNAUTÉ DES ENTREPRISES À MISSION, HERVÉ CASTELNAU et CHAN-TAL CORDIER-VASSEUR, Associés, LWA, KARL HENNESSEE, Senior Vice President and Head of Litigation, Investigations and Regulatory Affairs, AIRBUS, ROMAIN PERRAY, Avocat associé, MCDERMOTT WILL & EMERY AARPI, LYDIA MÉZIANI, Directrice juridique pôle Conformité, éthique et droits humains, NESTLÉ FRANCE, CAMILLE PORGÈS, Group Head of Ethics and Compliance, ATOS, PATRICE GRENIER, Avocat associé, GRENIER AVOCATS, FREDERICK DOUZET, Directrice du centre Géopolitique de la Datasphère, INSTITUT FRANCAIS DE GEOPOLITIQUE, GUILLAUME VASSAULT-HOULIÈRE, CEO, YES WE HACK, ERIC SINGER, Regional Chief Information Security Officer - EMEA, Governance, SCHNEIDER ELECTRIC, JEAN-CHRISTOPHE SCIBERRAS, Président, NEWBRIDGES, VIRGINIE MASUREL, Directrice de la Responsabilité Sociale et Environnementale, GROUPE KORIAN ...

INFORMATION: L.LETELLIER@INFO6TM.COM - 01 81 69 80 68

WWW.CONFERENCE-RISQUES.COM - @RISQUES2021

-25,1%

DE DÉFAILLANCES D'ENTREPRISES ENREGISTRÉES **DURANT LES 12 DERNIERS MOIS, GRÂCE AUX MESURES** DE SOUTIEN FACE À LA PANDÉMIE.

SOURCE : BANQUE DE FRANCE.

0,6%

C'EST LE TAUX DE DÉFAUT SUR LES 650 836 PGE

ACCORDÉS PAR L'ÉTAT DEPUIS MARS 2020.

SOURCE: BANQUE DE FRANCE.

50%

**DES ADMINISTRATEURS JUDICIAIRES ENVISAGENT** DE COUPER DANS LEURS EFFECTIFS, ALORS QUE LA MASSE SALARIALE A DÉJÀ ÉTÉ RÉDUITE DE 14 % DEPUIS JANVIER 2020.

SOURCE: IFPPC.







### MONDIAL TISSUS: UN RETOURNEMENT COUSU MAIN

Après avoir failli disparaître dans les années 2010, le numéro un français de la vente de tissus à la coupe a connu un redressement spectaculaire, accéléré par la crise sanitaire qui a amplifié l'engouement pour le « fait maison ».

**POUR SES QUARANTE ANS CETTE ANNÉE, MONDIAL TISSUS S'OFFRE** UNE NOUVELLE JEUNESSE. Surfant sur la mode du « do it yourself », l'enseigne a connu une croissance fulgurante ces derniers mois, dopée par la crise sanitaire et l'afflux massif de couturiers en herbe sur la confection de masques, sans parler des vocations de décorateur d'intérieur et de stylistes maison nées pendant le confinement. En 2020, le numéro un français de la vente de tissus au mètre a ainsi vu son activité progresser de 25 % pour atteindre 140 M€ de volume d'affaires, portée par l'ouverture d'une quinzaine de magasins, dont la moitié en franchise. Le groupe implanté historiquement dans les centres commerciaux périurbains, a inauguré cette année son premier magasin et centième du réseau, à Paris, rue du Commerce, dans le quinzième arrondissement, et s'est même lancé à la conquête des voisins européens en mettant la main en juin dernier sur la chaîne belge Mondial Textile et ses huit magasins en Wallonie réalisant 10 M€ de chiffre d'affaires.

La ringardisation des années 2000. Une sacrée « remontada » pour une enseigne dont le déclin semblait irréversible dans les années 2010 au moment de sa reprise par un entrepreneur de la grande distribution, Denis Lévy, ex-master-franchisé de Franprix et Leader Price, qui en a confié les manettes opérationnelles à Bernard Cherqui, ancien DGA ressources humaines des deux chaines filiales de Casino. À l'époque, l'enseigne créée par la famille lyonnaise Jacquard dans les années 80 végétait dans le portefeuille d'Apax qui l'avait rachetée en 2005 aux fonds Partenaires de la galaxie Lazard, dans le même panier que la chaîne de confection de rideaux sur mesure Heytens. Or, les années 2000 avaient sonné le glas du modèle qui avait fait la prospérité de Mondial Tissus pendant ses deux premières décennies : acheter aux industriels des fins de tissus au kilo pour les revendre au mètre en magasin. L'entreprise était confrontée à la fois au vieillissement de sa clientèle historique de couturières et à la crise de l'industrie textile qui décimait ses fournisseurs. Le pari était donc risqué pour le duo de repreneurs à un moment où les évolutions sociétales étaient encore loin d'annoncer le retour du « fait maison » et la « glamourisation » du cousu main. « Nous avons eu l'intuition que nous pouvions renouveler le concept », confie Bernard Cherqui, qui avoue tout de même que les



efforts de restructuration ont mis du temps à porter leurs fruits. « Pendant trois ans, ça ne marchait pas. Quand on ouvrait un nouveau magasin, il ne se passait rien », reconnaîtil. Pourtant, le réseau de magasins a été repensé de A à Z, les stocks colossaux ont subi une cure d'amaigrissement, une supply chain de 10 000 mètres carrés d'entrepôts est venue en renfort, les achats recentrés sur un portefeuille réduit de fournisseurs et enfin une véritable direction marketing a vu le jour pour conquérir une nouvelle clientèle. « Nous étions le leader du marché par défaut, nous avons décidé de devenir actif et de recréer notre marché en lançant une véritable plateforme de marque », raconte le président de Mondial Tissus. Et voici donc l'ancienne marque ringarde qui modernise sa communication, sponsorise l'émission « Cousu Main » sur M6 animée par la populaire Cristina Cordula, lance des cahiers de tendance, et peaufine un marketing affinitaire en fédérant des communautés sur les réseaux sociaux autour du nouvel engouement pour la couture et la décoration d'intérieur.

#### Le retour en grâce des machines à coudre.

En 2015, l'entreprise renoue enfin avec la rentabilité et le frémissement de la croissance se fait sentir à partir de 2016, année à laquelle la chaîne s'est ouverte à la franchise avec un premier magasin à Évreux, suivi d'une quinzaine d'autres ouvertures de franchisés. Entre 2015 et 2019, le chiffre d'affaires passe de 85 à 104 M€, au fur et à mesure que le parc de magasins grossit et que le modèle se stabilise. Et la première incursion à l'étranger se fait en Allemagne, avec l'ouverture d'une boutique à Stuttgart en 2019, avant le

rachat du réseau wallon Mondial Textiles au printemps 2021. « Le projet est de dupliquer la réussite du modèle Mondial Tissus dans d'autres pays européens où le marché est encore très atomisé avec de petites enseignes de quelques magasins », affirme Bernard Cherqui, qui continue également à tisser sa toile en France avec un objectif de 150 magasins en 2025, contre 111 aujourd'hui. Si l'enseigne pouvait craindre la retombée de la « folie des masques » et des achats frénétiques de machines à coudre pendant la crise sanitaire, ses perspectives d'activité sur l'année 2021 se maintiennent à un étiage élevé. Il faut croire qu'après les avoir reléguées au grenier dans les années 70, les Français ont progressivement renoué avec leurs Singer tombées en désuétude, à la faveur du développement des loisirs créatifs et des émissions de déco à la télévision à partir des années 2014/2015. Un retour en grâce qui a connu son apogée pendant la crise du covid : Mondial Tissus en a vendu 7 fois plus en mai 2020 par rapport à 2019! Et une fois qu'on a acheté sa machine à coudre pour fabriquer des masques ou tromper l'ennui pendant le confinement, qu'on a réussi à dompter la bête à coups de tutos en ligne ou d'atelier couture qui foisonnent dans les villes et les campagnes, autant s'en servir pour habiller son intérieur, voire sa progéniture pour les plus téméraires... Le pli semble donc être pris d'un mode de consommation à cheval entre deux tendances de fonds : le « do it yourself » et l'écologie avec des produits plus durables, personnalisables, réparables et recyclables. « Ce sont de profondes mutations sociétales qui permettent de s'adresser, en plus de notre clientèle historique de couturières expertes, à une nouvelle génération de consommatrices en quête d'une consommation écoresponsable », confirme Bernard Cherqui. Après avoir lancé son propre concept d'ateliers couture, qui a formé plus de 15 000 personnes en 2020, Mondial Tissus expérimente la mise à disposition gratuite des machines en libre-service quand celles-ci ne servent pas à un atelier. L'enseigne se verrait presque comme une espèce de tiers-lieu organisant des café-philos autour de la couture. On est loin des hangars à tissus low-cost des débuts... Mondial Tissus ne veut pas non plus passer à côté du marché de la « seconde main » et planche sur la viabilisation d'un modèle d'up-cycling avec une offre de troc au kilo. Les clients apportent du tissu dont ils n'ont plus l'usage, qui sera revendu à des couturiers cherchant des chutes, en échange de bons d'achats. De quoi resserrer les liens avec les 1,5 million de clients membres de son programme de fidélité et qui viennent en moyenne quatre fois par an. **[HOUDA EL BOUDRARI** 

# LE LEVIER HUMAIN DU RETOURNEMENT

S'il va de soi que la réussite d'un retournement repose considérablement sur des facteurs humains, il reste difficile de définir les contours de ce levier intangible et parfois abstrait. La transparence, la responsabilisation et l'alignement d'intérêts forment le socle de cette stratégie.

#### « LA PREMIÈRE MESURE CONSISTE À DIRE LA VÉRITÉ AUX SALARIÉS,

honnêtement, sans dramatiser. Même s'il faut leur annoncer des mauvaises nouvelles au sujet de l'entreprise, ils sont capables de les entendre », plaide Geoffroy du Rusquec, directeur au sein du cabinet spécialisé dans la transformation et le retournement Prospheres, Si le spécialiste du management de transition est connu pour ses interventions dans le retail où il dirige actuellement Go Sport et a notamment œuvré au redressement de l'enseigne Graine de Malice, il planche aussi sur des missions de retournement pour le secteur industriel où la culture de la transparence n'est pas toujours au rendezvous. « Beaucoup de salariés ne connaissent pas l'ampleur des difficultés de l'entreprise, leur dire la vérité est la meilleure manière de les aider à entrer dans l'action qui est source de satisfactions pour les individus et de performance pour l'entreprise », poursuit le spécialiste du

retournement. Ainsi, quand Geoffroy du Rusquec est arrivé en avril 2019 aux manettes opérationnelles d'ATI Environnement, PME basée dans le Loiret spécialisée dans la fabrication de fours de crémation et de petits incinérateurs, il n'a pas hésité à annoncer à l'ensemble des salariés qu'il restait un mois de trésorerie sur les comptes bancaires de l'entreprise. Un électrochoc salvateur pour mobiliser très rapidement le socle de collaborateurs qui joueront un rôle moteur dans le redressement. Car le temps est compté pour ces urgentistes missionnés pour sauver des entreprises agonisantes en quelques mois.

### Bousculer les organigrammes.

Convaincus qu'une partie des solutions vient de la base, les experts du retournement n'hésitent pas à bousculer les organigrammes pour susciter les initiatives et libérer les énergies bridées par des hiérarchies verticales. « Nous mettons en place des groupes de travail pour que les salariés puissent agir

concrètement. Et nous confions le comité de pilotage de ces groupes de travail à des salariés qui ne font pas partie du top-management afin d'élargir le nombre de salariés qui s'approprient leur entreprise et susciter de nouvelles initiatives », détaille Geoffroy du Rusquec. On pourrait pourtant légitimement croire que le contexte du retournement n'est pas l'idéal pour expérimenter de nouveaux types de management participatif. tant les salariés sont échaudés et remontés contre des directions qui les ont menés au bord du gouffre. La recette semble avoir bien fonctionné pour ATI qui a renoué avec l'équilibre en 2020 semble repartie sur la pente de la croissance après avoir divisé ses revenus par deux entre 2016 et 2019. Chez Mutares, le groupe coté allemand spécialisé dans le retournement des sociétés industrielles, les due diligences portent de manière équivalente sur les volets industriel et humain. « Un climat social dégradé ne nous empêche pas de conclure un deal mais il nous fait prendre la mesure du travail à fournir pour

emporter l'adhésion

du management et des salariés », témoigne André Calisti, managing director du spécialiste du retournement allemand Mutares, qui, par la nature même de son métier, est préparé à désamorcer des environnements sociaux complexes. « Il nous est arrivé de tomber sur des entreprises où le taux d'absentéisme était de 15 à 20 % à notre arrivée. alors qu'il est de 3 % en moyenne nationale », illustre le spécialiste des entreprises industrielles en difficulté, qui a notamment annoncé le rachat de Lapeyre à Saint-Gobain en mai dernier.

### Alignement financier.

Généralement, la reconquête du climat social devance la restructuration industrielle, et elle implique beaucoup de pédagogie et de transparence, surtout quand on doit passer du statut de filiale de grand groupe perfusée par une trésorerie prolifique à celui de participation d'un holding d'investissement qui doit apprendre la vie en « stand alone ». « Nous réunissons l'ensemble des collaborateurs dès le premier jour pour





🛇 André Calisti, managing director chez Mutares & Geoffroy du Rusquec, directeur de Prospheres.

leur expliquer d'où nous venons et où nous allons. C'est l'occasion de déconstruire les fantasmes autour de notre rôle et de nos objectifs », indique André Calisti. Avant toute chose, Mutares doit s'assurer que les managers soient compatibles avec le nouveau projet. Ceux qui y adhèrent bénéficient d'un plan de rétention avec des objectifs chiffrés à horizon d'un an et de 24 mois. « Car l'adhésion passe également par l'aspect financier », assume le managing director de Mutares, qui planche sur la mise en place d'un dispositif de partage de plus-value de cession en plus de l'intéressement généralisé auprès de ses participations. Ainsi, chez le papetier alsacien Cenpa repris au groupe Sonoco en 2016 et cédé en juillet 2021 à Accursia Capital après

un retournement réussi, les quelque 90 salariés de la PME aux 30 M€ de revenus ont reçu un intéressement de 3 000 euros chacun. Le partage de la valeur créée par une retournement peut également passer par l'actionnariat salarié même si sa mise en place est particulièrement délicate dans un contexte de crise où la confiance des collaborateurs est au plus bas. Le fonds Alandia réussi ce tour de force dans le cadre d'une des plus belles histoires de retournement industriel de ces dernières années : le spécialiste du graphite synthétique Carbone Savoie. Le début de l'aventure a pourtant été plutôt épique. Car l'équipe d'Alandia n'a pas franchement été accueillie à bras ouverts par les syndicats de Carbone Savoie, échaudés par leur

longue descente aux enfers sous l'ère Rio Tinto et partagés entre le soulagement d'être enfin détenus par un actionnaire impliqué et l'appréhension de quitter les conditions protectrices d'un grand groupe. Pour obtenir l'adhésion des salariés, le nouvel actionnaire a déployé « la méthode Alandia » en cinq points : une lucidité partagée sur le diagnostic, un plan de retournement clair et compréhensible par tous, une transparence totale dans la communication en intégrant notamment des représentants du personnel dans le conseil de surveillance de l'entreprise, le partage des efforts avec une réduction de la rémunération du management dont l'associé d'Alandia qui a pris les manettes opérationnelles avec un salaire abaissé de

40 % par rapport à son prédécesseur, et enfin le partage des fruits du redressement avec la mise en place d'un plan d'intéressement qui s'est concrétisé dès 2017 avec une prime supérieure à 1000 euros par salarié (qui a atteint 4500 en 2018), ainsi qu'une ouverture de 5 % du capital souscrite par plus de 90 % des salariés de l'entreprise dans le cadre d'un FCPE de reprise. Débouclé à l'occasion du rachat de Carbone Savoie par le groupe japonais Tokai Carbon pendant l'été 2020, le FCPE a permis à chacun des salariés actionnaires de percevoir 20 000 euros, pour une mise initiale de 100 euros...Une belle illustration de l'alignement d'intérêt entre les salariés d'une entreprise en difficulté et l'artisan de son redressement!

**[HOUDA EL BOUDRARI** 

LE MAGAZINE DE LA CROISSANCE DES ENTREPRISES

# NextStep

### VOTRE **NOUVEAU MAGAZINE** TRIMESTRIEL **60 PAGES** DÉDIÉES À L'ENTREPRISE ET À SES ACTEURS



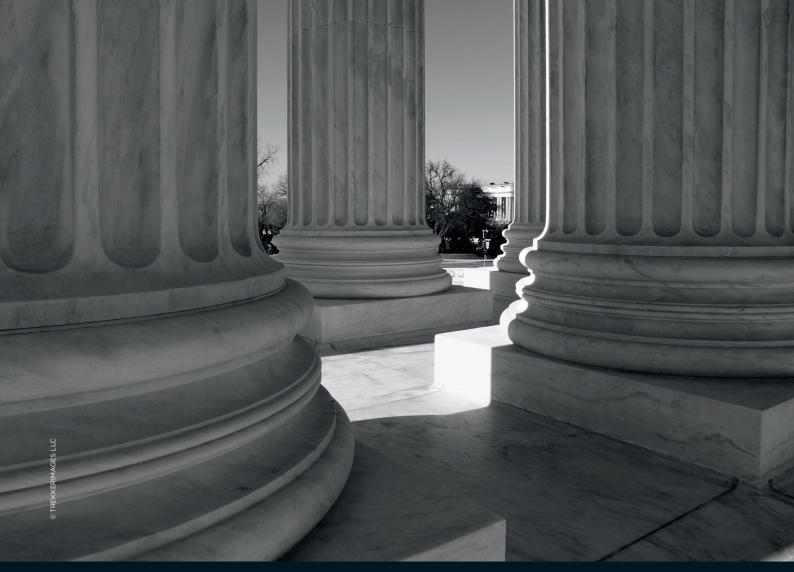


Pour le recevoir gracieusement, inscrivez-vous sur

www.nextstep-magazine.com

#### Des interviews croisées, des éclairages, des témoignages...

NextStep a pour vocation de relayer les différentes opérations structurantes de la vie des entreprises en plaçant le curseur sur le travail d'équipe. Fédérer les communautés d'experts et de professionnels autour d'une cause commune : celle de développer les entreprises, aux côtés des dirigeants.



# 6 dirigeants français sur 10

SE PROJETTENT DANS UNE STRATÉGIE D'ALLIANCE

AVEC LES STARTUPS INNOVANTES. SOURCE: 7<sup>E</sup> ÉTUDE ANNUELLE DE KPMG, CEO OUTLOOK.

4 000 Mds \$

D'OPÉRATIONS ONT ÉTÉ ANNONCÉES À TRAVERS LE MONDE

ENTRE JANVIER ET DÉBUT SEPTEMBRE 2021.

SOURCE: REFINITIV.

64 %

DES DIRIGEANTS CONSIDÈRENT LA RAISON D'ÊTRE DE L'ENTREPRISE COMME L'AXE CENTRAL DE LEUR STRATÉGIE. ILS NE SONT QUE 13 % À CONSIDÉRER LE RETOUR SUR INVESTISSEMENT POUR L'ACTIONNAIRE COMME LEUR PRINCIPAL OBJECTIF.

SOURCE: 7<sup>E</sup> ÉTUDE ANNUELLE DE KPMG, CEO OUTLOOK.





# FRANCK PROVOST: UNE ASCENSION ÉBOURIFFANTE

Du premier salon ouvert en 1975 à l'empire de coiffure, leader européen et numéro deux mondial, Franck Provost a bâti sa formidable réussite par paliers et coiffé au poteau ses célèbres confrères, Jacques Dessange ou Jean-Louis David, pourtant partis avec une longueur d'avance.

### « J'AIMERAIS QUE MON HISTOIRE INSPIRE LES JEUNES CONFRONTÉS À UN AVENIR BOUCHÉ,

qu'ils se disent qu'on peut commencer apprenti à 14 ans dans un salon de coiffure d'une ville de 4000 habitants et devenir un entrepreneur à succès grâce au travail et à la passion », confie Franck Provost, pas avare de son temps ni de son enthousiasme communicatif dès qu'il s'agit de défendre les métiers de l'artisanat, même si son groupe Provalliance est devenue une véritable multinationale. Propriétaire des enseignes Franck Provost, Jean-Louis David, Maniatis, Saint-Algue, Fabio Salsa ou encore The Barber Company, le groupe compte plus de 3500 salons de coiffure dans 35 pays, dont les deux tiers exploités en franchise. Il réalisait en 2019 450 M€ de chiffre d'affaires, pour environ 1,5 Md€ de volume d'affaires, avec une croissance à deux chiffres stoppée net par le confinement qui lui a fait perdre environ 30 % de revenus en 2020, même s'il a réussi à faire face grâce à une trésorerie robuste. Son modèle d'expansion mixte à la fois en succursales, franchises et licences et le développement d'activités annexes, dont la vente de produits cosmétiques via sa filiale Bleu Libellule, l'ont hissé au deuxième rang des acteurs mondiaux

de la coiffure, au coude-à-coude avec l'américain Regis, aujourd'hui en difficultés.

Premier concept innovant. Pourtant, rien ne prédestinait Franck Provost à cette ascension vertigineuse. Tombé dans le bac à shampoing complètement par hasard, à 14 ans chez le coiffeur de sa mère au Lude, petite ville au sud de la Sarthe où il fait « un apprentissage gentillet » sans se découvrir une véritable passion pour le métier. Ce n'est qu'en rejoignant la capitale quelques années plus tard qu'il se frotte aux coiffeurs chevronnés et se prend au jeu des concours et des championnats nationaux et internationaux. Primé à plusieurs reprises, il devient ambassadeur de marques comme L'Oréal et décide de voler de ses propres ailes en 1975 en reprenant un salon à Saint-Germain-en-Laye, financé par un prêt de sa famille. Il inaugure alors son premier concept innovant en instaurant le « sans rendez-vous » et la « journée continue ». C'est un véritable carton et le jeune coiffeur, entouré d'une équipe ambitieuse et soudée, vole de record en record sans pour autant attirer l'attention de la presse « fashion » très parisienne. Qu'à cela ne tienne, Franck Provost part à l'assaut du huitième arrondissement et ouvre son premier salon parisien en 1979 avenue Franklin Roosevelt qui rencontre un succès immédiat. « Je me suis dit alors que si je voulais retenir mes meilleurs collaborateurs avant qu'ils ne veuillent à leur tour voler de leurs propres ailes, il fallait que je leur offre des perspectives d'évolution et d'indépendance en leur confiant de nouveaux salons », raconte le charismatique patron, qui a ainsi ouvert en 20 ans une vingtaine de succursales en associant ses collaborateurs



les plus entrepreneuriaux. On est dans les années 90, c'est alors le règne des trois J de la coiffure, Jacques Dessange, Jean-Louis David et Jean-Claude Biguine qui avaient déjà commencé leur expansion en franchise et disposaient d'une sacrée longueur d'avance sur ce « challenger » jugé inoffensif. À tort. Car l'accélération est spectaculaire à partir de 1995 et le recrutement d'un responsable de développement de la franchise, Marc Aublet, son fidèle bras droit et discret artisan de l'expansion du groupe.

Entrée dans l'arène financière. Quelque 500 franchises plus tard, c'est l'étape de la croissance externe au début des années 2000 et une entrée décoiffante dans l'arène financière avec rien moins qu'une OPA hostile en 2002 sur le groupe Jean-Claude Aubry, coté au second marché. La chaîne de 56 salons principalement implantés dans les centres commerciaux était en pleine déconfiture depuis sa reprise en 1995 par des financiers et le départ de son fondateur. Cette OPA sera aussi l'occasion de la rencontre avec son actionnaire minoritaire, Artal, un holding d'investissement belge, très discret, qui a participé à l'éclosion de quelques belles marques mondiales (Weight Watchers ou les pains Harry's). Le « feeling » passe avec l'équipe du fonds qui fait son entrée en minoritaire au capital et lui apporte les munitions nécessaires à son changement de dimension. Dès lors, les acquisitions s'enchaînent : Elexia en 2006 et surtout le rapprochement en 2007 avec les activités européennes du leader mondial, l'américain Régis, qui lui offre l'occasion de multiplier sa taille par quatre avec 1500 salons et huit marques, dont Jean-Louis David et Saint Algue. Grâce à son modèle de développement mixte (succursales et franchises), la valorisation de Franck Provost lui permet de négocier une prise de participation majoritaire dans la nouvelle entité. Un holding est créé, Provalliance, dont il détient 56 %, avec la participation à hauteur de 14 % du fonds Artal, Regis détenant les 30 % restants. Trois ans plus tard, l'entrepreneur

saisit l'occasion d'une restructuration du groupe américain désireux de se recentrer sur le marché US pour racheter ses parts. Accompagné de ses managers, il s'allie en 2012 au fonds LBO parisien Chequers, qui entre à hauteur de 40 % du capital de Provalliance. Désormais familier des arcanes des montages financiers, Franck Provost reprendra le contrôle quasi-intégral de son capital dans le cadre d'un sponsorless en 2017.

Une vision de long terme. Cette velléité d'indépendance fera long feu puisque 45 ans après le début de son aventure entrepreneuriale, Franck Provost cèdera en mars 2021 le contrôle de son groupe à Core Equity Partners. « Cela fait des années que je pense à la meilleure manière de sécuriser l'avenir du groupe et des quelque 30 000 collaborateurs sous ma responsabilité », explique l'entrepreneur, qui a envisagé plusieurs scénarios de transmission avant d'arrêter son choix sur un partenaire financier de long terme, à même de « pérenniser le développement de l'entreprise qui nécessite des investissements conséquents et des recrutements de qualité pour suivre les évolutions digitales et sociétales rapides que nous sommes en train de vivre. » Le patron septuagénaire a rencontré Core Equity Partners dès 2018, puis d'autres grands investisseurs mondiaux, dont KKR, Ardian et TDR Capital, avant l'avènement du covid. Après une suspension de quelques mois, le process a repris à l'automne 2020 pour être finalement remporté par le fonds de long terme belge créée en 2017 par d'anciens associés de Bain capital sur une stratégie d'accompagnement bien plus longue qu'un fonds de LBO classique. Ce dernier prend possession de 54 % du capital et valorise Provalliance entre 500 et 600 M€, soit environ 8 fois l'Ebitda de 2019. La famille reste à la tête d'environ 30 % du capital, le solde étant aux mains du couple fondateur de la filiale de vente de produits cosmétiques Bleu Libellule et du management mené par le directeur général depuis 25 ans, Marc Aublet, promu CEO à cette occasion. Franck Provost prend un peu de champ sur l'opérationnel tout en restant impliqué dans les choix stratégiques de Provalliance, son fils Fabien reste aux manettes de la direction artistique du groupe, tandis que sa fille Olivia choisit la voie entrepreneuriale en spin-offant la marque de soins pour cheveux bouclés, frisés, crépus et défrisés Niwel créée en 2005 au sein du groupe. Il faut dire que le sémillant coiffeur a réussi la prouesse de garder dans l'aventure les fidèles des débuts, de les renforcer avec du sang neuf, tout en faisant évoluer ses deux enfants dans l'organigramme du groupe. Le secret de cette subtile alchimie? « Je n'ai jamais eu peur qu'en recrutant des gens plus compétents que moi ils me fassent de l'ombre », résume Franck Provost, qui revendique un management ouvert à la discussion et à l'opposition. Une capacité d'écoute qui lui vient certainement de cette fonction sociale du métier de coiffeur, à cheval entre le psy et le bistrot, et dont les confinements récents ont rappelé le rôle « essentiel ».

[HOUDA EL BOUDRARI

### RÉUSSIR LA GREFFE DANS LES ACQUISITIONS TRANSFORMANTES

Dans la frénésie du M&A post-covid, l'enjeu de l'intégration des cibles n'a jamais été aussi crucial d'autant que les acquisitions dans des métiers disruptifs se multiplient, décuplant le risque de choc des cultures.

#### LE MARCHÉ DU M&A BAT TOUS LES RECORDS

EN 2021. Les dernières statistiques fournies par Refinitiv font état de plus de 4360 Mds\$ de deals signés en neuf mois à fin septembre, soit déjà plus que l'ensemble de l'année 2015, la plus active à ce jour avec 4218 Mds\$. Selon le rapport mondial 2021 de Bain & Company sur les fusions-acquisitions, la pandémie a accéléré des tendances observées

depuis plusieurs années, avec notamment l'urgence d'acquérir de nouvelles compétences digitales, la prégnance accrue des transactions locales, l'émergence de l'ESG et l'intervention de plus en plus présente de la puissance publique et des régulateurs. Bain a observé une augmentation des « scope deals », transactions liées à l'acquisition de compétences, visant à

ouvrir aux entreprises l'accès à des marchés à forte croissance ou à acquérir de nouvelles capacités, essentiellement technologiques et digitales. Mais une fois l'acquisition réalisée, reste sans doute le plus ardu : l'intégration. La littérature sur les fusions-acquisitions regorge d'études sur des taux spectaculaires de ratage. À l'instar de l'étude conduite en 2015 par Deloitte M&A Global qui rapporte que 60 % des opérations de fusionsacquisitions sont des échecs. Le diagnostic précise que 70 % de ces échecs s'expliquent par des erreurs d'exécution (leadership inadéquat, mauvaise intégration, différences de cultures d'entreprise, etc.) et 30 % par des erreurs d'approche (manque d'information sur le partenaire, absence de compétences clés nécessaires sur le marché...). L'équation est encore plus complexe quand c'est une startup intégrée par un grand groupe avec un risque de phagocytage accentué par le choc des cultures. « L'acquisition par de grands groupes de petites entreprises innovantes pose avec acuité l'enieu de l'intégration : l'objectif recherché étant de

polliniser les métiers

classiques sans écraser l'agilité et l'ADN disruptif de la cible », soulève Jean-Philippe Grosmaitre, associé M&A chez Deloitte. Pas simple de réussir la greffe entre jeunes pépites et grosses structures fossilisées dans des organisations archaïques. « Certains grands groupes optent pour le corporate venture pour incuber des startups de leur écosystème sans brider leur développement mais ce type d'actionnariat offre des synergies limitées avec les métiers de l'acquéreur, analyse Jean-Philippe Grosmaitre. L'autre modèle est d'intégrer la cible en tant que business unit autonome en tissant des ponts avec les autres BU du groupe ».



### Préserver l'autonomie de la cible. C'est notamment l'approche adoptée par le géant français de l'hôtellerie Accor dans son acquisition de l'opérateur britannique Ennismore, regroupement de marques « lifestyle » qui sont toutes le fruit d'une démarche entrepreneuriale. Si le français détient aux deux tiers le nouvel ensemble, il conserve une entière autonomie à sa nouvelle acquisition en placant en première ligne le fondateur d'Ennismore, toujours actionnaire à hauteur

 $\Gamma$ m&a

du tiers du capital, et partageant la direction avec l'ex-patron du développement d'Accor, afin de préserver l'ADN de la marque tout en contribuant à l'évolution des enseignes historiques du groupe. « Les bonnes pratiques consistent à anticiper au maximum la manière dont on va positionner la cible dans le modèle organisationnel de l'acquéreur, détaille Jean-Philippe Grosmaitre. Il faut notamment profiter de la période entre le signing et le closing pour mettre en place les actions prioritaires, désigner un chef de projet intégration faisant partie des managers clé de l'acquéreur et lui donner les coudées franches pour aligner les intérêts de la cible avec ceux de son nouveau propriétaire ». Ce qui ne coule pas de source dans les cultures de grands groupes français où l'arrogance du « non invented here » peut parfois saboter le savoir-faire d'une nouvelle acquisition paradoxalement achetée pour apporter le changement. L'échec du mariage entre Nokia et le spécialiste de la santé connectée Withings illustre un des ratés retentissants de ce type de rapprochement. Le fleuron tricolore de la santé connectée. valorisé quelque 170 M€ par le géant finlandais en 2016, a été racheté par son co-fondateur Éric Carreel deux ans plus tard pour moins de 30 M€ et a renoué avec le mode startup après avoir failli disparaître dans le vaste portefeuille du groupe finlandais. Mais les exemples multiples de greffes avortées ne sont pas la règle pour autant. Une étude de la direction

générale du Trésor publiée en février dernier s'est intéressée au phénomène des acquisitions dites « prédatrices » faisant référence aux rachats de startups qui n'auraient d'autre objectif que d'en supprimer l'innovation. En réalité, ces acquisitions motivées par une volonté de prédation représentent moins de 6 % selon Bercy. En plus de cette bonne nouvelle, l'analyse conclut que les acquisitions de startups s'accompagnent, deux ans après le rachat, d'une hausse significative du chiffre d'affaires, des effectifs et des exportations. De quoi ouvrir l'appétit des grands groupes français, encore trop peu enclins à faire leur marché dans les startups européennes? Bpifrance déplore ainsi que le nombre d'acquisitions-innovations est ridiculement faible au regard de la comparaison avec les États-Unis: 4 fois moins d'acquisitions réalisées par le SBF 120 en 3 ans que par les 5 GAFAM, alors que leur capitalisation et réserves de cash sont comparables!

Outiller les PME et ETI.

Côté ETI et PME, les freins culturels sont bien plus coriaces avec un recours encore très timide au levier de la croissance externe pour accélérer et grossir. « On recense en moyenne près de 500 opérations M&A initiées par des PME et ETI par an. Or il en faudrait 4 à 5 fois plus pour doubler le nombre d'ETI hexagonales », souligne Guillaume Mortelier, directeur exécutif en charge de l'accompagnement chez Bpifrance, qui vient justement de lancer un nouvel accélérateur dédié à l'accompagnement des entreprises dans

la réalisation de leurs opérations de croissance externe structurantes. Baptisé « les conquérants », il s'adresse aux PME et petites ETI de tous secteurs, primoacquérantes ou non aguerries à la croissance externe, et met à leur disposition un arsenal d'outils pour les désinhiber et lever les principaux freins qui entravent le « passage à l'acte ». Séminaires de formation, mises en contact avec les conseils de l'écosystème M&A, parrainage par des dirigeants aguerris à la croissance externe, tout est fait pour enclencher un changement d'état d'esprit et l'envie de prendre des risques, dont celui, en particulier pour un patron, de se retrouver à égalité avec un autre, dirigeant d'une entreprise acquise. Encore plus que pour de grands groupes disposant de machines de guerre

pour intégrer, l'absorption de la cible au sein d'une PME ou ETI doit être pensée à chaque étape de l'acquisition. « S'il faut baliser le process en amont en réalisant toutes les due diligences nécessaires et en accordant une importance clé au facteur humain et psychologique dans la réussite de l'intégration, il ne faut pas être trop pressé en aval car les synergies prennent en moyenne deux à trois ans avant de porter leurs fruits », résume Guillaume Mortelier. chez Bpifrance. Comme toutes les premières fois, l'échec de l'intégration peut provoquer un traumatisme sévère mais une expérience réussie peut enclencher un cercle vertueux d'acquisitions à répétition pour construire une ETI solide agrégeant de multiples expériences entrepreneuriales dans un ADN commun.

[HOUDA EL BOUDRARI



PROPOS RECUEILLIS PAR **ONDINE DELAUNAY.**REPORTAGE PHOTOGRAPHIQUE PAR **CLAIRE DEMOUTE.** 

### LES NOUVELLES RÈGLES DU JEU EN MATIÈRE M&A

Dans un marché qui a été à l'arrêt pendant quelques semaines, les entreprises s'étant recentrées sur leur organisation interne, l'activité M&A a repris à des niveaux exceptionnels en 2021. Sur les huit premiers mois de l'année, le total des opérations de fusions-acquisitions au niveau mondial a atteint les 3 800 Mds\$, soit plus du double des niveaux enregistrés en 2020. Entre les opérations de croissance externe qui ont repris, le détourage des activités non core, voire le distressed M&A, les entreprises fourmillent de projets stratégiques. Taux bas, trésoreries rationnalisées, liquidités records chez les fonds et arrivée en force des SPAC, tout est en place pour rendre les processus d'enchères ultra-compétitifs. Quelles conséquences pour les entreprises? Comment perçoivent-elles ces nouvelles dynamiques de marché?



HEAD OF M&A AND BUSINESS

### **ÉTAT DES LIEUX** DU MARCHÉ

Ray Yalenghadian: La crise sanitaire a été exceptionnelle et bien sûr perturbante pour le marché du M&A. Il s'est brutalement totalement arrêté, obligeant tous les groupes à se recentrer sur leurs priorités organisationnelles : la sauvegarde de la trésorerie, les salariés, la poursuite de l'activité, la gestion des risques.... Atos, pour sa part, a maintenu voire renforcé ses ambitions de croissance externe compte tenu de son positionnement sur des secteurs porteurs (cloud, cybersécurité, décarbonation, etc.), soutenus par ce nouveau contexte économique et social, avec des opérations annoncées au premier semestre 2020. Cette crise a été très différente des précédentes car tout ne s'est pas effondré dans la durée, notamment grâce au travail de soutien effectué par les États. La reprise a été aussi brutale que la

[ JÉRÔME D'HÉRÉ, DIRECTEUR FUSIONS

pause de mars, et ce dès l'été 2020. Elle s'est poursuivie en 2021 avec un grand nombre d'opérations menées. L'euphorie a duré iusqu'à l'été 2021, les investisseurs voulaient surtout ne pas rater une opportunité, qu'ils jugeaient unique et quasiment essentielle à leur business. Depuis la rentrée, le marché est toujours booming, mais sans doute un peu moins euphorique. On se pose un peu plus, même si les niveaux de valorisation demeurent souvent excessifs. À titre d'exemple, nous avons récemment analysé un dossier au Royaume-Uni où les niveaux de valorisation en termes de multiple de chiffre d'affaires montaient au-delà de 3.5x le CA. Ceci excluait par ailleurs un earn-out noncapé sur la performance opérationnelle. Ce sont les limites du marché actuel où il faut savoir se retirer au bon moment. La gouvernance de notre groupe bloque ce type d'opérations, à raison d'ailleurs, et j'ose espérer que cette frénésie se stabilisera bientôt. [ ROMAIN LONDINSKY,



Jérôme d'Héré: L'euphorie s'est surtout manifestée à travers la multiplication des acheteurs sur les dossiers que nous avons récemment regardés. Dans le secteur des médias, les acteurs stratégiques habituels sont toujours présents, mais s'y ajoutent désormais des fonds, aux liquidités importantes, qui ont l'ambition de profiter de la digitalisation croissante de notre média et des flux qui y seront associés. Il faut également composer avec de nouveaux acteurs, issus d'autres médias : de la télévision, de la radio, du digital qui arrivent dans le métier de la communication extérieure... Netflix, par exemple a pris pied dans le secteur en rachetant des panneaux d'affichage grand format il y a 3 ans sur Sunset Boulevard, ou Global, qui venait de la radio et qui est rentré sur le segment de la communication extérieure. Ils s'y intéressent parce que le métier général de la communication est en train de changer sous l'effet de sa digitalisation. Avec l'essor des ventes programmatique (ventes automatisées), les méthodes de commercialisation vont également se rapprocher entre les différents médias, facilitant les passerelles entre eux. Ce nouvel écosystème conduit à tendre les processus compétitifs, à faire augmenter les prix et à complexifier les enchères.

Ray Yalenghadian: Ajoutons l'arrivée des SPAC sur le marché, qui ont levé 100 Mds\$ en 2020! Certaines banques parlent désormais de *triple track* dans des dossiers M&A. Selon moi, cette volatilité sur les marchés appelle néanmoins à un certain questionnement. D'un côté les taux bas et l'abondant niveau de liquidités qui rassurent les marchés, mais de l'autre des signaux d'inflation, et une volatilité croissante qui doit appeler à une certaine vigilance.

Romain Londinsky: Il est important d'analyser les dynamiques secteur par secteur. Sur celui de l'énergie par exemple, la décarbonisation, la digitalisation et la décentralisation sont des tendances de fond, commencées bien avant le Covid et qui s'accélèrent aujourd'hui. Certains sous segments, comme le renouvelable, voient de nouveaux entrants se positionner, tels que les acteurs oil & gas, qui n'ont d'autres choix que de décarboner leur portefeuille et que l'on ne rencontrait pas auparavant sur le marché de l'éolien off-shore par exemple. En outre, dans cette diversité d'acteurs de marché, certains disposent de liquidités plus qu'abondantes - je vise ici les fonds infra. Si bien que l'obstacle principal à la multiplication des projets M&A ne vient pas de la rareté des moyens, mais du nombre de projets disponibles sur le marché. D'ailleurs, certains projets qui affichaient des return trop faibles il y a quelques années et n'auraient ainsi pas été qualifiés, le sont aujourd'hui tant il existe actuellement une euphorie pour investir dans le secteur de l'énergie.

Ray Yalenghadian: Je partage votre point de vue et constate une disruption phénoménale de notre environnement, et la volonté des groupes d'avoir une politique plus responsable, *inter alia* décarbonée. Chez Atos, cela fait partie de notre ADN. Nous considérons qu'il est de notre devoir de participer à ce challenge et avons été précurseur en la matière avec l'acquisition d'EcoAct, une société qui accompagne les entreprises dans leur politique de neutralité carbone. Au-delà des engagements de la COP 21, ce mouvement d'investissement devient une réalité.

## LE RETOUR **DES INVESTISSEURS ÉTRANGERS**

**Karl Hepp de Sevelinges :** Si l'année 2020 a été très active en M&A, nous sommes plus intervenus sur des sujets de distressed M&A, aux côtés de fonds de retournement qui profitaient de la situation de crise, ou d'investisseurs stratégiques



[ ROMAIN LONDINSKY, HEAD OF M&A AND BUSINESS DEVELOPMENT, ELIA GROUP

« L'obstacle principal à la multiplication des projets M&A ne vient pas de la rareté des moyens, mais du nombre de projets disponibles sur le marché. »



qui disposaient de la trésorerie nécessaire pour faire de la croissance externe et qui n'étaient pas effravés de cette crise, avant tiré des lecons des précédentes, celles de 2008 et de 2001. Rappelons également l'absence de concurrence du private equity jusqu'en septembre 2020. Depuis, les fonds d'investissement se sont clairement repositionnés sur le marché, avec pour conséquence une flambée des prix et l'envolée des multiples d'Ebitda - on est en moyenne à 14 aujourd'hui, voire plus dans le secteur life science. S'agissant des acteurs internationaux, ils viennent de différents horizons. Si l'on croise aujourd'hui moins d'investisseurs asiatiques qui ont tendance à se recentrer sur leur région, on constate néanmoins un net retour des Américains. Ils sont attirés par l'Europe, plus particulièrement par la France, dans divers secteurs. Ce sont des investisseurs stratégiques, mais aussi des fonds importants, comme Apollo Global Management.

Catherine Detalle: Sous l'effet conjugué de la fin du Covid et du Brexit, les investisseurs Américains se sont intéressés à l'Europe avec des cibles pépites en France, aux Pays-Bas mais aussi en Allemagne. Je note d'ailleurs que les Américains ne discutent pas les valorisations, qui peuvent donc atteindre des niveaux élevés. Ils ont également la volonté d'accélérer le timing des opérations. Les opérations sont menées en un ou deux mois, avec des valorisations importantes.

Romain Londinsky: Dans le secteur de l'énergie, sur l'off-shore en particulier, on voit peu d'acteurs américains en Europe. C'est l'inverse, ce qui vaut d'être salué tant la situation est inédite avec un mouvement massif des acteurs européens outre-Atlantique. Il faut bien comprendre que durant la présidence Trump, l'industrie carbonée américaine, telle que l'extraction de gaz de schiste, a largement bénéficié du soutien de l'administration. Tout le monde a en tête la sortie des États-Unis de l'Accord de Paris, sur laquelle le président Biden est revenu depuis. Dans la foulée, la nouvelle administration américaine a initié un mouvement d'accélération pour soutenir le développement du renouvelable et, le marché européen étant

plus mature avec des leaders tels qu'EDF ou le danois Orsted, ces derniers sont présents sur la côte est et remportent des appels d'offre au New Jersey. Ceci se traduit actuellement par une vague d'investissements d'acteurs européens aux États-Unis. Et au-delà de nos gros utilities, de nombreux industriels européens sont impliqués car en termes de supply chain, de développeurs ou de navires de construction, les Américains ne disposent pas d'équipes capables d'adresser leur propre marché. Les Européens sont donc très actifs et prennent des parts de marché, y compris via du M&A.

Karl Hepp de Sevelinges: On croise en revanche des acteurs canadiens en Europe, notamment Enbridge qui est l'un des grands acteurs dans l'éolien offshore, que nous avons pu accompagner dans ses projets d'investissements en France.

### LA PRISE EN COMPTE **DES SUJETS ESG**

Catherine Detalle: S'il y avait une certaine prise de conscience des investisseurs sur les critères ESG, je note une accélération nette depuis la crise, avec parfois des objectifs de décarbonation importants. Ces critères d'investissement sont devenus une réalité et les groupes doivent être vigilants sur les critères ESG des cibles qu'ils acquièrent.

Romain Londinsky: Les critères ESG font partie intégrante de la stratégie d'investissement des groupes, mais aussi des fonds, et sont désormais pris en compte pour forcer la rotation de certains portefeuilles d'activités. Par ailleurs, la dimension ESG donne aujourd'hui lieu à des due diligences particulières pour analyser ces éléments de risque et de valeur qui étaient moins scrutés jusqu'ici.

**Jérôme d'Héré :** Ils sont en effet regardés de plus en plus en amont du deal et les due diligences ont dû s'adapter. Mais il est parfois difficile de régler tous les éléments identifiés avant le closing, de sorte qu'on demande à l'équipe M&A, en

>



partenariat avec les équipes opérationnelles, de faire un plan d'adaptation, c'est-à-dire de travailler sur la phase d'intégration pour qu'il y ait une mise aux normes et une remise à niveau des cibles post-closing Nous sommes donc plus impliqués sur la phase d'intégration et de transformation de la société post-deal.

Karl Hepp de Sevelinges: Ce sujet ESG n'est pas seulement une question de nettoyage post-deal, il devient également un élément deal breaker. Dès que l'audit révèle des problématiques de compliance ou de droits humains, on voit de plus en plus de deals qui s'arrêtent. Je constate d'ailleurs qu'un certain nombre de grands groupes réorientent leur stratégie d'investissement et refusent désormais d'aller dans les pays qui sont moins matures. Ils pensent préférable de cibler les pays plus développés, nordiques notamment, voire les États-Unis, au lieu d'aller dans des zones d'Europe de l'Est ou en Afrique. Ce sont des réflexions directement liées à tous les sujets ESG et de compliance.

Ray Yalenghadian: Les entreprises ne sont plus prêtes à prendre un risque de compliance sur une opération. Je tempère néanmoins sur les sujets ESG qui arrivent soit en amont, soit en aval d'une opération M&A. S'ils sont analysés en amont, ils permettent de conforter le groupe sur l'acquisition, mais notre culture d'entreprise peut aussi être implémentée par la suite.

## **DE NOMBREUX FACTEURS**D'INCERTITUDES

**Catherine Detalle :** Lorsque divers acquéreurs potentiels sont en compétition, plusieurs facteurs d'incertitudes peuvent tendre les opérations de M&A. Je pense par exemple aux problématiques

de foreign investment dans le secteur de la tech, ou bien l'an passé dans le secteur de la consommation. Mais aussi au droit de la concurrence et au fameux article 22 du Règlement européen sur les concentrations: la Commission européenne a récemment pris une position étonnante qui lui permet de contrôler des opérations qui sont sous les seuils de notification. La tendance de la Commission européenne à restreindre sa vision de marché pour étendre son contrôle pourrait être problématique pour le M&A, car son examen devient une condition suspensive. Et lorsqu'il y a plusieurs acquéreurs, que fait-on de cette condition suspensive dans le SPA? Faut-il la faire sauter pour être plus compétitifs dans les process?

Romain Londinsky: Je partage votre constat sur la tendance protectionniste qui va avec. Le droit de la concurrence est d'ailleurs instrumentalisé dans ce but également sur d'autres continents. Dans le secteur énergétique, plusieurs opérations conclues dans le passé en Europe ne pourraient pas être autorisées aujourd'hui. Je pense à des investissements d'acteurs asiatiques sur des infrastructures clefs, ce qui pose d'ailleurs un problème sur la suite à donner à ces deals car certains acteurs étrangers n'avaient pas pris des parts majoritaires et cela limite l'attractivité d'autres blocs que certains États pourraient souhaiter céder.

Je pense par ailleurs à une acquisition réalisée aux États-Unis, il y a quelques années, qui comportait des enjeux de droit de la concurrence. Nous nous étions interrogés sur nos parts de marché qui pouvaient s'en trouver concentrées. Dans le cadre de la négociation, pour l'emporter face à nos concurrents, nous nous étions engagés à céder une partie de nos propres activités en portefeuille, engagement connu sous le nom de clause hell or high water, au cas où le droit de la concurrence aurait contrecarré cette opération – ce qui nous avait permis au

final de l'emporter face à d'autres potentiels acquéreurs. C'était une vraie opportunité d'acquisition à saisir et cette clause avait constitué un critère différenciant de notre offre.

Ray Yalenghadian: Il ne faudrait pas que les acteurs européens soient fragilisés par rapport aux américains ou asiatiques qui sont sans doute moins sensibilisés à ce type de clause et susceptibles de les accepter plus facilement dans des process compétitifs. Le marché est aujourd'hui seller-friendly, avec une pression très forte des vendeurs pour avoir des conditions exceptionnelles de valorisation et de débouclage d'opération. Les acteurs européens doivent être équitablement traités, sans être freinés dans cette compétition internationale par les autorités de régulation

Dan Roskis: Nous avons constaté un fléchissement des dossiers de contrôle de concentration en 2020, pour des raisons essentiellement matérielles puisqu'il y avait moins de deals à examiner. Mais cette tendance ne reflète pas un assouplissement de la position des autorités de concurrence sur le fond, bien au contraire. Avec la reprise de la croissance. les statistiques de contrôle sont revenues à la normale. Les critères d'analyse sont parfois même renforcés par les autorités, ce qui s'explique par la dynamique de certains marchés. On constate un nombre important de notifications, donnant à l'Autorité l'occasion d'approfondir ses analyses dans des délais plus contraints, compte tenu du volume d'opérations soumises à son contrôle.

Karl Hepp de Sevelinges: Si les investisseurs étrangers sont moins concernés par le droit de la concurrence car ils n'ont pas encore beaucoup d'actifs en Europe, ils sont pour leur part directement visés par le contrôle des investissements étrangers. Et au regard des précédents, il vaut mieux respecter ces contraintes en insérant des clauses suspensives dans les contrats. Passer outre permet sans doute de gagner le bid, mais ensuite il faut aller expliquer au board qu'on va devoir retourner à la case zéro.

**Catherine Detalle :** Face à la rapidité des deals, les parties ont tendance à faire sauter les conditions suspensives pour conclure un *signing* et un *closing* le même jour. Ce qui donne lieu à de nombreuses discussions entre vendeur et acquéreur.

Jérôme d'Héré: Ce contrôle des autorités de concurrence peut être considéré comme un frein par les entreprises, notamment l'absence d'évolution de la réglementation alors que certains marchés ont été fortement modifiés. Dans les médias, la disruption digitale a été fondamentale : le on line, ou publicité sur internet/mobile, représente aujourd'hui 65 % de la publicité dans le monde alors qu'il y a vingt ans, elle n'existait pas. La disruption dans ce domaine est totale :



[ JÉRÔME D'HÉRÉ, DIRECTEUR FUSIONS ACQUISITIONS ET DÉVELOPPEMENT DU GROUPE JCDECAUX

« La capacité à closer rapidement, est souvent un critère de plus en plus important de choix entre les différentes offres. »

les règles doivent donc s'adapter et les autorités regarder les marchés pertinents avec un œil nouveau. Dans le top 20 des groupes mondiaux de médias par exemple, il n'y a qu'un seul européen. C'est assez symptomatique du fait que les Européens ne parviennent pas à percer.

**Karl Hepp de Sevelinges :** Les opérations comme Siemens Alstom, qui n'ont pas pu se faire, auraient pu constituer la base de la création d'un acteur européen de poids.

Ray Yalenghadian: Les deux opérations de Siemens sur Alstom doivent constituer des cas d'école. Pour rappel, Siemens s'était positionné sur les actifs d'énergie d'Alstom, cédés in fine à GE puis sur l'activité transport en vue d'une fusion, bloquée par la Commission. Les autorités antitrust européennes devraient veiller à ne pas freiner la création et le développement de champions européens. À tort sans doute, il me semble que les Américains et Chinois font face à des restrictions moins importantes. En effet, dans de nombreuses juridictions, et même si ce n'est pas le modèle visé, le gouvernement est le bras armé de l'économie et prend des mesures destinées avant tout à faciliter la vie de ses acteurs.



[ DAN ROSKIS, AVOCAT ASSOCIÉ, EVERSHEDS-SUTHERLAND

« Nous sommes contraints de couvrir dans les conditions suspensives le risque lié au contrôle des investissements étrangers. »

**Catherine Detalle :** Pour revenir à la réglementation sur les investissements étrangers, nous constatons que si précédemment les Européens étaient traités de manière différente des autres acteurs, tel n'est plus le cas désormais.

Karl Hepp de Sevelinges: C'est aussi une particularité française. Un acteur français n'est pas soumis à cette réglementation lorsqu'il investit en Allemagne, alors que l'investisseur allemand sera soumis à notre réglementation complexe quand il s'intéressera à des actifs français. C'est une forme d'entrave à la liberté du commerce.

Dan Roskis: La tension entre le droit de la concurrence et la nécessité de faire émerger des champions européens, voire nationaux, n'est pas nouvelle. Ce débat existe depuis une quinzaine d'années. Il n'est toujours pas résolu et je ne constate pas d'embellie par rapport à l'émergence de ces champions européens, avec par exemple la décision Alstom/Siemens. L'émergence de champions européens relève de la politique industrielle de l'Union, laquelle peut varier en fonction du contexte économique international. En revanche, le droit de la concurrence est, quant à lui,

bien établi, avec une DG competition ayant un *track* record important.

S'agissant des investissements étrangers, l'Union européenne a réagi en adoptant un règlement qui permet un mécanisme de filtrage par les États membres. Certains d'entre eux avaient pris une certaine avance en la matière, dont la France. Nous comprenons que d'un point de vue M&A, c'est un frein par rapport à la compétitivité de notre propre économie pour les investissements. Nous avons déjà un mécanisme de contrôle des concentrations, étendu avec l'article 22, mais nous sommes contraints de couvrir dans les conditions suspensives le risque lié au contrôle des investissements étrangers, pour lequel la visibilité est moindre puisque les décisions ne sont pas publiées. En droit de la concurrence pur, outre leur propre expérience, les conseils travaillent notamment sur la base de précédents. L'Autorité de la concurrence et la Commission peuvent certes changer de doctrine en fonction des conditions de marché. En matière d'investissements étrangers, en l'absence de « précédents » détaillés, les positions prises par les autorités sont a priori moins prévisibles.

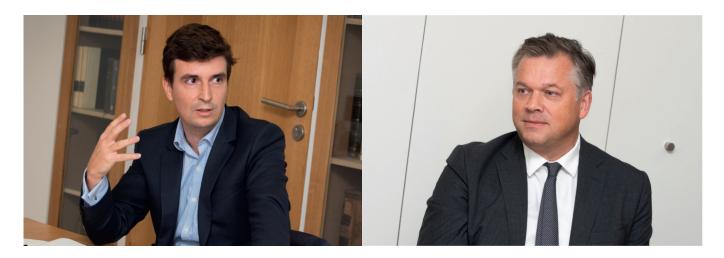
Karl Hepp de Sevelinges: Je note pourtant un changement de comportement du ministère de l'Économie, ou des administrations en charge de ces sujets. On peut les appeler et leur expliquer le contexte de la transaction. Ils écoutent. Ils doivent avoir comme instruction, de certes contrôler, mais de ne pas non plus faire échouer un deal. Ils font d'ailleurs leur possible pour respecter les délais de transaction. Malheureusement, les décisions se ressemblent fortement. Des catalogues de conditions similaires sont appliqués, quel que soit le cas de figure présenté.

Catherine Detalle: Je partage votre opinion: les membres du ministère de l'Économie ne cherchent pas à faire échouer les opérations et sont réactifs. S'agissant de l'article 22, il y a un arbitrage à faire pour les acquéreurs qui n'est pas évident et qui, bien évidemment, impacte le calendrier d'une opération et peut créer une incertitude sur la réalisation d'une opération.

**Dan Roskis :** Les autorités de concurrence acceptent volontiers d'avoir un contact informel avec l'entreprise qui cherche à savoir s'il y a un risque, mais il est difficile de faire machine arrière ensuite...

Catherine Detalle: La problématique de la Commission européenne est de savoir si, parvenue à maturité, la start-up en pleine croissance aurait été un concurrent des groupes qui la rachètent. Au quotidien, la réponse à cette question est laissée à l'appréciation des groupes.

**Ray Yalenghadian :** Les avocats doivent être *fair*play entre eux. Je me souviens d'une transaction



réalisée avec l'appui de Catherine ci-présente. Nous avions débattu de l'application de l'article 22. Catherine nous a conseillé, à juste titre, d'être très prudents. L'avocat de l'autre partie semblait beaucoup plus léger sur l'application de cette clause. Il me semble étonnant que les avocats ne soient pas alignés dans leur approche.

Catherine Detalle: C'est une guestion culturelle. Il s'agissait d'une juridiction étrangère. Or rappelons que certaines connaissent moins de deals et sont donc moins sensibilisées à ces problématiques, ce qui peut donner lieu à des incompréhensions. Elles ne savent pas encore ce qu'est vraiment l'article 22 parce qu'elles ne l'ont pas vu appliqué. Or dans les juridictions un peu plus sophistiquées, où les dossiers affluent, nous avons des réflexes.

### L'IMPACT DE LA RAPIDITÉ DES OPÉRATIONS SUR LES CLAUSES DU DEAL

Ray Yalenghadian: Dans un climat seller friendly, certains éléments peuvent être court-circuités pour aligner le signing et le closing. Nous l'avons fait sur un dossier récent, sous pression de la contrepartie, mais nous n'aimons pas trop cela. Il est parfois possible de se protéger à travers l'antitrust, le foreign investment, pour décaler la période entre les deux ce qui permet d'être plus serein.

Karl Hepp de Sevelinges : De nombreux acquéreurs ont la volonté de racheter la société le plus rapidement possible. La pression est des deux côtés. Il y a celui qui pense déjà avoir vendu sa pépite ou son actif qui ne va pas très bien et celui qui va le racheter et veut tout de suite diriger et prendre des décisions.

Jérôme d'Héré: La pression s'accentue et. dans l'environnement compétitif actuel, la

réduction du délai entre le signing et le closing. c'est-à-dire la capacité à closer rapidement, est souvent un critère de plus en plus important de choix entre les différentes offres.

Karl Hepp de Sevelinges : N'oublions pas que les fonds d'investissement connaissent beaucoup moins cette problématique de droit de la concurrence. Financièrement, ils ont énormément de liquidités et, d'un point



[ RAY YALENGHADIAN, VICE PRESIDENT STRATEGY AND M&A, ATOS

« Si on aligne les intérêts sur la base d'un travail commun et d'un commitment de la part de tous les stakeholders, l'acquisition devrait porter ses fruits. »



de vue réglementaire, ils ont la capacité de réaliser des opérations bien plus rapidement que les entreprises traditionnelles. Les fonds de retournement spécialisés sont d'ailleurs les grands gagnants des opérations de *carve-out*. De nombreux fonds de retournement ont un *track record* important et parviennent à mener une multitudes d'opérations en très peu de temps.

Romain Londinsky: Le fait de vouloir accélérer le closing d'une transaction n'est pas forcément synonyme de réduction des conditions du deal. Il convient surtout de les anticiper avant le signing. Certains aspects de la négociation, traditionnellement discutés entre les parties, comme les garanties de passifs, peuvent également être abordés en amont d'un process compétitif par le vendeur qui choisit de les externaliser via des assurances garanties de passif et qui feront peu l'objet de négociation entre les parties.

Autre exemple, dans le contexte d'un carveout, l'enjeu est de mener, autant que faire se peut, en parallèle, à la fois la préparation du périmètre à céder et le process de cession, pour avoir d'une part le moins de disruption possible sur les activités cédées et gagner du temps au closing. Par ailleurs, le périmètre doit idéalement être prêt à être sorti au moment de la négociation de manière à ce qu'un acquéreur ne puisse influencer à son avantage le carve-out lui-même. Quelques outils permettent donc de gérer en avance des phases rapprochées de signing et closing.

### LE CHALLENGE **DE L'INTÉGRATION POST-DEAL**

**Ray Yalenghadian :** Dans toutes les opérations M&A, la préparation est primordiale. À cause de la pression, on peut parfois court-circuiter certaines étapes, mais il est important de revenir aux

basiques pour avoir la meilleure transaction et être serein dans l'après.

On parle beaucoup du challenge du *closing*, mais les risques liés à une acquisition ne sont pas limités à la période négociation / *signing* / *closing*. Ils sont surtout dans l'intégration. Est-ce que *in fine*, on va réussir à préserver, voire augmenter la valeur qu'on a payée? C'est tout le challenge et il n'est



[ KARL HEPP DE SEVELINGES, AVOCAT ASSOCIÉ, JEANTET « Les opérations comme Siemens Alstom, qui n'ont pas pu se faire, auraient pu constituer la base de la création d'un acteur européen de poids. »

mesurable que 2 ou 3 ans après l'acquisition. Pour préparer l'intégration, il est indispensable d'impliquer au maximum le business et les personnes qui vont accueillir cette société et l'accompagner dans le temps. Enfin, il faut construire ensemble un business plan. Généralement, si on aligne les intérêts sur la base d'un travail commun et d'un commitment de la part de tous les stakeholders, l'acquisition devrait porter ses fruits.

Jérôme d'Héré : Il est en effet fondamental d'intégrer le business en amont et de pouvoir construire le deal avec les équipes opérationnelles, tant pour le business plan que le plan d'intégration sur toutes les fonctions de l'entreprise. Mais notons une particularité quant aux entreprises innovantes. Ce sont généralement des cibles que nous connaissons moins bien et sur lesquelles il est plus difficile d'avoir un avis précis en interne. Et il est également plus difficile de les intégrer, car elles doivent garder leurs spécificités, leur agilité. Souvent, ce sont des cibles plus petites, en forte croissance et qu'il est plus délicat à appréhender, tant au niveau du deal en lui-même (valorisation, évaluation des risques), qu'au niveau de la trajectoire et de l'intégration. C'est un vrai défi pour les directions M&A d'aujourd'hui.

**Romain Londinsky :** Choisir de ne pas intégrer ses cibles, c'est finalement un modèle d'intégration comme un autre. Il peut s'agir de l'acquisition d'une structure innovante sur laquelle on ne souhaite pas calquer des *process* lourds. Mais c'est une décision qui doit être prise en amont le plus possible. Lorsque l'on acquiert une entreprise, dès l'étape de la due diligence, il est souhaitable de commencer à échafauder le plan d'intégration en identifiant les zones de risques, ou les différences entre les modèles opérationnels de l'acquéreur et de sa cible qui donneront lieu à certains actes pendant la phase d'intégration. C'est dès la phase de due diligence que l'on va commencer à dresser la liste des actions à mettre en œuvre. L'idéal - mais cela ne s'v prête pas toujours - est que le vendeur luimême, à la demande de l'acquéreur, commence à répondre à un certain nombre de demandes qui peuvent impacter la structuration d'un deal. Quoi qu'il en soit, l'analyse s'effectuera a posteriori pour valider ou non le succès de l'intégration. D'expérience, il est important d'avoir des personnes impliquées dans l'intégration idéalement dès le début de la due diligence. Si cela n'est pas possible, les conclusions de la due diligence devront être correctement transférées aux équipes en charge de la conduite opérationnelle post closing pour une intégration réussie.

**Jérôme d'Héré :** En l'intégrant trop, il y a le risque de tuer la cible et de lui enlever ce qui faisait sa raison d'être. Mais lui laisser



[ CATHERINE DETALLE, AVOCATE ASSOCIÉE, EVERSHEDS-SUTHERLAND

« Face à la rapidité des deals, les parties ont tendance à faire sauter les conditions suspensives pour conclure un signing et un closing le même jour. »

> son indépendance, menace d'impacter les interactions entre les équipes et que les synergies espérées ne se réalisent pas. L'arbitrage entre intégration et indépendance est un vrai défi.

Karl Hepp de Sevelinges : Nous parlons plutôt de carve-out d'une société qui se porte bien, qui sera rachetée par un acquéreur qui l'intégrera, ou décidera de ne pas le faire pour les raisons que l'on vient d'évoquer. Mais n'oublions pas que certains grands groupes font aussi des *carve-out* pour se débarrasser d'activités qui vont moins bien. Ils trouvent certes des acquéreurs, mais différents. Je termine sur un sujet fondamental et trop souvent sous-estimé par ces groupes : la responsabilité du vendeur. Le vendeur devrait regarder attentivement le business plan sur lequel travaille l'acquéreur pour s'assurer de la pérennité de l'activité, car il y a derrière de lourds enjeux sociaux et environnementaux. De nombreuses cessions se sont mal terminées par le passé et ont fait l'objet de contentieux où la responsabilité du vendeur a été recherchée.

### **INTÉGRATION POST-M&A:** LES FACTEURS CLÉS DU SUCCÈS

La clé de la réussite d'une opération d'acquisition réside dans l'intégration post-deal et la création de synergies entre équipes. Quelle voie suivre pour éviter l'échec?

Entretien avec **MARC-ELIE** BERNARD, executive vice president, Capgemini Engineering.

Lors des phases de due diligence, l'évaluation des synergies est souvent réalisée en top down. Quelles sont les risques liés à cette méthode ? Marc-Elie Bernard: L'abréviation « M&A » signifie certes « Mergers and Acquisitions », mais aussi, à mon sens : « Manager l'Asymétrie », et notamment l'asymétrie d'informations. La plupart des situations de rapprochement d'entreprises s'opèrent dans un contexte contraint, où cédants et acquéreurs ne découvrent qu'un volume limité d'informations, et dans un temps restreint. Par construction, les processus d'acquisition ne permettent pas la conduite de diligences idéales, notamment en ce qui concerne l'évaluation des synergies, pourtant essentielles à la création de valeur des deals. En théorie, acquéreur et cédant devraient revoir conjointement, en impliquant leurs équipes opérationnelles, leur compte de résultat, bilan et plan d'affaires, et déterminer sur ces bases communes les synergies à réaliser. En pratique, ceci est évidemment illusoire, ne serait-ce que parce que les règles de gun jumping prohibent, pour des raisons évidentes, le partage d'informations au niveau de granularité qui permettrait la

des synergies. Pour les synergies de coûts ou de bilan, un travail d'analyse méthodique, fondé sur des données publiques ou non sensibles, devrait souvent permettre un chiffrage pertinent. Il est plus délicat pour les synergies de top line qui sont assises sur les projections des plans d'affaires, eux-mêmes sujets à hypothèses et aléas.

quantification de synergies bottom-up.

Le plus sage est donc sans doute de gérer l'asymétrie d'information : celle entre cédant et acquéreur, mais aussi celle entre équipes terrain et fonctions managériales, qui n'envisagent sans doute pas de la même manière la quantification des synergies... ni les efforts à fournir pour les réaliser.

Comment anticiper, en amont du deal, la conduite du changement pour que celle-

> ci ne soit pas un facteur d'échec ? Marc-Elie Bernard: Une

opération transformante est par essence facteur de changement pour chaque partie et pour ses équipes. À l'annonce du projet, chaque collaborateur aura naturellement une double

interrogation : quel sera l'impact de l'opération sur le collectif? Et quel impact pour moi? La conduite du changement est toujours un projet à moyen terme. Dans un tel contexte, auquel s'agrège souvent une composante émotionnelle, la communication est essentielle, nécessitant une déclinaison entre le message corporate, public, et le « cascading » auprès de tous les échelons de la hiérarchie. En d'autres termes, tout collaborateur en charge de l'encadrement d'équipe doit, ou devrait, se voir confier un rôle dans la gestion du changement afin de relayer auprès de tous *stakeholders* les tenants et aboutissants du projet de rapprochement : les employés au premier titre, mais aussi tous les composants de son écosystème, clients, fournisseurs, partenaires sociaux, associations professionnelles, etc.

Selon une étude de Wavestone parue en 2019, la convergence culturelle est l'une des problématiques majeures (79%) dans le M&A, devant la convergence des pratiques RH, le maintien de la motivation des collaborateurs et la rétention des talents. Qu'en pensez-vous ?

Marc-Elie Bernard: Une organisation se caractérise par nombre d'éléments, mais peu sont aussi prégnants que sa culture - terme souvent galvaudé et pourtant essentiel. Sans doute l'absence de définition communément admise de ce qu'est la culture d'entreprise crée-t-elle un flou et contribue-t-elle à lui attribuer des maux qui auraient pu être autrement catégorisés. Mais toujours est-il que l'incompatibilité culturelle est souvent mise en avant comme facteur d'échec d'une opération M&A. Cela s'explique aisément si l'on retient comme acception de la culture d'une entreprise ce qui la distingue des autres. À ce compte, il serait tout bonnement illusoire de vouloir faire converger des cultures d'entreprise, ce qui reviendrait à nier leur identité. Pour autant, les entreprises sont vivantes, elles évoluent et s'adaptent. La culture n'est pas l'ADN : elle n'est pas figée, bien heureusement. Il est donc crucial, dans un contexte de M&A, de ne pas commettre de dommage irréparable, par exemple à cause d'une décision de l'acquéreur qui profanerait une règle non écrite mais partagée de la cible. Il est au contraire opportun de prévoir une période de convergence, par exemple de 12 mois à la suite de l'acquisition, pendant laquelle les nouvelles équipes sont encapsulées autant que possible pour prémunir leur culture, et surtout permettre aux équipes de l'acquéreur de la comprendre afin d'en préserver les éléments les plus essentiels... voir de les intégrer. ]

## Au service des cabinets d'Avocats et des entreprises internationales depuis 2015



L'art de la traduction juridique

Une équipe de traducteurs juridiques experts, sans intermédiaires

Devis en **30 minutes** par un Expert **7j/7** sur : contact@tradzine.com - 01 **53 021 041** 



Kimpa accompagne les entreprises familiales, entrepreneurs et leaders conscients dans leur voyage vers l'impact, en dirigeant les capitaux vers des projets à fort impact pour la planète et la société

#### Gouvernance

Aligner les membres de votre famille pour les aider à investir et à entreprendre ensemble à travers les générations

### **Gestion Privée**

Structurer, au regard de votre situation civile et fiscale, une stratégie d'investissement performante et durable.

### **Private Equity**

Contribuer aux solutions des grands défis via l'investissement privé dans des sociétés ou fonds de capitalrisque

### Mesure d'impact

Mesurer l'impact social & environnemental de votre patrimoine grâce à notre outil technologique propriétaire

### INVESTIR POUR RELEVER LES GRANDS DÉFIS DE LA PLANÈTE