

Vers un modèle de *Private Equity* à la française ?

par Jacques Rossignol (90),
directeur Acto,
 et Jean-Christophe Sampson (97),
Acto

SIL EST DEvenu un acteur essentiel et incontestable du développement et de la transmission des PME françaises, le capital investissement souffre actuellement d'un déficit d'image. Les fonds d'investissements, conséquence du *lobbying* actif du « Collectif LBO » de la CGT, sont souvent présentés comme prédateurs d'entreprises familiales, destructeurs d'emplois et à l'origine de l'enrichissement rapide et abusif de managers aguerris aux techniques de LBO.

Plutôt que de crier au loup, il faudrait s'interroger sur les raisons de ce malaise et les façons d'y remédier. Ce travail passe par la responsabilité sociale de la profession et l'éthique indispensable à son exercice. Si les professionnels du *Private Equity* connaissent largement le premier point, en insistant sur leur rôle de passeur de relais, les questions portant sur l'éthique dudit passeur et sur le juste partage des richesses créées sont trop peu posées.

La responsabilité des investisseurs professionnels

Si le LBO est avant tout un outil de transmission patrimoniale, le talent managérial se transmet moins bien que le patrimoine. Il y a une dizaine

d'années seulement, en l'absence d'acquéreur industriel – souvent étranger d'ailleurs –, la transmission familiale pouvait se révéler hasardeuse pour les salariés. Aujourd'hui, les fondateurs souhaitant céder leur entreprise ont face à eux de véritables passeurs de relais professionnels. Loin des grandes opérations excessives et médiatiques, la plupart des fonds d'investissement œuvrent sur le marché de gré à gré de la cession de blocs de contrôle de PME. Loin d'être de simples grossistes, achetant au mieux et vendant au plus offrant, les fonds prennent le contrôle d'une société dans le cadre d'un projet de développement défini de concert avec le dirigeant et dont ils assument le financement. Ce faisant, ils participent à la constitution de filières professionnelles solides, en permettant l'épanouissement d'entreprises de taille moyenne dans les secteurs économiques porteurs. Par ailleurs ils contribuent à résoudre des problématiques managériales en accompagnant le nouveau dirigeant dans la reprise de sociétés (cas des MBI ou *Management buy-in*).

Mais acheter une entreprise avec un fort effet de levier a peu en commun avec l'exercice d'un simple mandat d'actionnaire passif. La question, légitime, trop peu posée à ce jour, est de savoir si les fonds d'investissement

disposent véritablement des équipes et des méthodes pour exercer pleinement ce métier d'actionnaire professionnel. La réponse n'est évidemment pas identique pour tous.

Si certains fonds se sont spécialisés sur des secteurs d'activité (ainsi Acto Capital privilégiant des investissements cohérents entre eux dans des filières sectorielles pré-identifiées comme le tourisme réceptif, la restauration ou les services de santé) ou des configurations de transmission (ainsi Acto Mezzanine se focalisant sur les LBO secondaires « *sponsorless* », accompagnant les managers en leur permettant de prendre le contrôle de leur société dès le deuxième LBO), une grande majorité des fonds d'investissement conserve encore trop – et c'est là une particularité hexagonale – une approche généraliste fondée sur une analyse essentiellement financière et une quasi-totale délégation au dirigeant, en se contentant d'introduire des outils de *reporting* pour suivre la progression des résultats.

Ainsi, peu de fonds d'investissement disposent des outils, des méthodes, des partenaires et des prestataires permettant à une société de « battre » son *business plan* initial. Peu de portefeuilles de participations de fonds d'investissement offrent une cohérence sectorielle permettant de faire résonner les différentes sociétés entre elles à la manière d'un *holding* industriel, alors que la Bourse est justement en train de redécouvrir les charmes des *holdings* diversifiés.

Le corollaire de ce manque est l'inflation des *packages management*. De la gouvernance coercitive, classique depuis l'invention de la société commerciale de droit privé, caractérisée par la révocation *ad nutum* du dirigeant, on est passé à une stratégie d'alignement d'intérêts entre l'actionnaire et le management.

Pourtant ce modèle semble atteindre aujourd'hui ses limites. Il n'y a en effet pas nécessairement de corrélation entre les qualités du management en

place et son niveau d'accès à la plus-value. Pis, avec la généralisation des opérations de rachat avec effet de levier dans un univers devenu très concurrentiel, il existe des effets d'aubaine et de surenchère qui transforment les managers en « superstars » courtisées par les fonds. Au contraire, une démarche créatrice de valeur à long terme consiste à minimiser les risques (notamment en maintenant un prix d'entrée acceptable afin que le remboursement de la dette ne pèse pas excessivement dans les *cash flows* de l'entreprise) et à créer les conditions d'un écosystème viable et pérenne.

Le nécessaire partage des richesses

La profession n'a pendant longtemps pas envisagé sa responsabilité en matière de partage des richesses, ce qui explique que les fonds sont aujourd'hui mal acceptés par l'opinion. Or, cette question finit toujours par se poser. Naguère réservé au dirigeant, voire à un ou deux collaborateurs privilégiés, ce partage s'étend désormais de plus en plus fréquemment aux cercles « n-2 » ou « n-3 ». De plus en plus de FCPE sont créés afin que les cadres des entreprises sous LBO puissent investir directement dans l'opération en cours. Nul doute que l'investisseur soucieux de la progression harmonieuse de l'entreprise et de ses employés aura à cœur d'élargir plus encore le cercle des bénéficiaires. Un idéal encore peu accessible au regard de la législation actuelle, qui gagnerait pour l'intérêt de tous à être assouplie.

Par ailleurs, au vu de leur poids économique – 1 500 entreprises contrôlées en France, représentant 6 % des salariés du secteur privé –, les fonds sont responsables devant les sociétés et leurs salariés de ce qui a été réalisé sous leurs mandats. Il est légitime de s'interroger alors sur le respect des engagements initiaux, le bilan social, la croissance et la trajectoire de l'entreprise sur son marché. Car, une stratégie actionnariale n'est valable que si elle est soutenable dans le temps et au bénéfice de tous.

À titre d'exemple dans le cadre de la privatisation récente de VVF Vacances, quatre-vingts cadres sont entrés dans le capital aux côtés des grands actionnaires. Parallèlement, VVF Vacances a prévu d'associer le plus grand nombre de collaborateurs au développement de l'entreprise grâce à un système d'intéressement permettant de redistribuer largement l'excédent de résultat d'exploitation de VVF Vacances par rapport au budget, et ceci dès la fin de l'année. D'autres dispositifs complémentaires sont à l'étude.

Ainsi, face à un modèle anglo-saxon, très généreux pour quelques managers « starifiés », il est possible en France de bâtir un modèle plus équitable fondé sur un enrichissement mutuel et qui aura à cœur d'élargir le partage de la richesse à l'ensemble de la collectivité des salariés. Appelons de nos vœux la création d'un modèle de *Private Equity* à la française dans lequel la participation plus large des salariés aux plus-values contribuera à renforcer la création de valeur et d'emplois. C'est maintenant au législateur de nous y aider. **n**