

PORTRAIT

Arnaud Santoire (89), président du groupe X-HEC Capital Investissement

« Un club très fermé pour des rencontres informelles »

Le groupe X-HEC Capital Investissement, lancé en 2005, regroupe aujourd'hui plus de cent cinquante spécialistes. Fonctionnant sous forme de déjeuners-débats autour d'un conférencier expérimenté, il vise à créer des liens informels entre professionnels.

■ N'ouvrez pas votre dictionnaire, *Capital investissement* est bel et bien une expression française. En anglais, il faudrait dire *Private Equity*. *Equity* signifie à peu près capital et *private* s'oppose à public. En d'autres termes, il s'agit *grosso modo* d'investir pour entrer au capital d'une société non cotée en Bourse. L'investisseur espère, bien sûr, rentrer rapidement dans ses fonds et faire ensuite des bénéfices. Selon ses goûts et son audace, il peut investir ses fonds dans le *capital-risque* (nouvelles entreprises), le *capital développement* (entreprise en essor), le *capital retournement* (entreprise en difficulté), ou encore le *capital transmission*. Il pourra alors faire appel, par exemple, à l'effet de levier financier (*leverage buy out* ou LBO) qui consiste à emprunter pour acquérir, avec l'espoir d'une rentabilité de l'entreprise supérieure à l'intérêt qu'il faut payer pour la dette, ce qui permet de gagner la différence.

Mais qu'est-ce qui peut pousser des ingénieurs à se regrouper pour discuter de sujets aussi pointus ?
« Il n'existait pas de groupe X

consacré au *private equity*, répond Arnaud Santoire. Le groupe X-Finance est plus généraliste et s'adresse aux banquiers et assureurs. Nous avons souhaité un groupe qui attire les financiers mais aussi les entrepreneurs et les managers d'entreprises industrielles et commerciales. Personnellement, j'ai été fortement impliqué dans le capital investissement et je fais partie des deux communautés : X et HEC. Le thème méritait une place à lui tout seul et c'est rapidement 150 personnes qui ont souhaité rejoindre le groupe, parmi des anciens X, HEC et centraliens. »

Une sélection stricte

« L'esprit de notre groupe consiste à opérer une sélection très stricte. Nous acceptons, d'une part, des professionnels de l'investissement travaillant dans des entreprises susceptibles de recevoir les fonds en question ; d'autre part, des anciens de nos écoles impliqués dans cette activité (X, HEC, et aussi quelques centraliens).

« Les entreprises sont des PME de quelques millions d'euros de chif-



D.R.

Arnaud Santoire, père de trois jeunes enfants, rejoint tous les lundis à 21 heures l'équipe de tennis de sa promotion. Marin émérite, il est membre du Yacht-club de France. Chasseur à ses heures, il se plaît à la frontière qui sépare l'X et HEC, en quête de bonne prise sur le terrain du capital investissement.

fre d'affaires pour les plus petites, des grandes entreprises de plus d'1 milliard d'euros de chiffre d'affaires ou encore des filiales de grands groupes.

« Nous organisons régulièrement des rencontres, sous forme d'un

Des intervenants réputés

Les réunions se déroulent, soit à la Maison des X, soit au Yacht-club de France. Parmi les intervenants récents, on peut citer : Jacques Veyrat (Neuf Cégétel), Olivier de la Morinière (Fraikin), Claude Darmon (Cégélec), Michel Combes (TDF). En septembre dernier a été débattu le fort intéressant thème du *LBO sponsorless*, dans lequel les investisseurs en capital ne sont pas majoritaires.



D.R.

Le groupe compte 150 adhérents, partagés équitablement entre anciens de l'X et anciens d'HEC (photo ci-dessus) avec le renfort de quelques centraliens.

déjeuner réunissant une vingtaine de personnes autour d'un invité qui leur fait partager son expérience. Ces invités sont généralement des dirigeants d'entreprises qui ont fait l'objet d'un investissement dans le cadre du *private equity*.

« Nos membres cherchent le contact avec des personnalités qui disposent d'une expérience au plus haut niveau, avec lesquelles ils pourront éventuellement entrer en rapport dans des opérations ultérieures.

« Ils souhaitent aussi trouver un cadre intime et informel, différent de celui des organisations de place

(l'Association française du capital). Nous n'avons pas le même niveau de censure qu'avec un auditoire plus large et nous pouvons dialoguer librement avec le conférencier qui sait qu'il n'y aura pas de compte rendu largement diffusé, sinon un modeste procès-verbal pour se souvenir de la date et de l'objet de la rencontre. »

De bouche à oreille

« Notre structure est très légère, explique Arnaud Santoire. Il n'y a pas de cotisation, mais chacun paie entre 50 et 80 euros pour la participation à chaque événement qui l'intéresse.

« D'une vingtaine à la création, en 2005, le nombre d'adhérents a augmenté régulièrement jusqu'à 150 aujourd'hui. J'organise moi-même les événements, aidé par Younès Alaoui, secrétaire général, et par le directeur fusions-acquisitions d'ILOG.

« Tous nos adhérents sont en activité. Soit ils opèrent des investissements, soit ils dirigent des entreprises. Nous cherchons d'ailleurs à augmenter la proportion de ces chefs d'entreprise. Notre prospection s'effectue de bouche à oreille et nous n'avons pas d'ambition de communication. » ■

Propos recueillis par
Jean-Marc Chabanas (58)

Une double culture

Ingénieur de l'armement, Arnaud Santoire suit parallèlement des études à l'ENSTA et à HEC. Mis par la DGA à la disposition d'IBM, il participe au développement d'un important progiciel de gestion des entreprises. Détaché ensuite à la direction du Trésor, il est en charge des fonds d'investissement et met au point les fonds communs de placement à l'innovation, proposés au grand public.

Il y a dix ans, il devient membre de la Commission de privatisation, travaille auprès de France Télécom et EADS, participe aux ventes par CDR des actifs du Crédit Lyonnais.

En 2000, il crée une banque d'affaires, Hexa Capital, conseil en *private equity*, et rejoint Gimar, autre banque d'affaires spécialisée dans les opérations de *LBO*.

Début 2008, il devient directeur des fusions et acquisitions de la CNCE, *holding* qui contrôle le groupe Caisse d'épargne.

X-HEC Capital Investissement

Président : Arnaud Santoire
36, rue Erlanger
75016 Paris
xhecpe@xhecpe.com

Le Bureau

Président : Arnaud Santoire (89)
Secrétaire : Younès Alaoui

TÉMOIGNAGES

Neutraliser l'ISF

Depuis le 15 avril 2008, le « capital investissement » permet une réduction de l'Impôt de solidarité sur la fortune (ISF) pouvant atteindre 50 000 euros par an.

■ Le rapport entre la réduction d'ISF et le montant de l'investissement varie suivant le véhicule : s'il s'agit de « fonds d'investissement » il peut s'élever jusqu'à 50 % ; pour l'achat « d'actions », d'une PME ou d'une *holding*, il atteint jusqu'à 75 %. Le dispositif de la *holding* ISF a fait appel à des techniques complexes pour élaborer la réglementation, qui reste assez subtile à manier en toute sécurité. J'ai ainsi participé à cette conception comme interlocuteur de Bercy, dix ans après l'avoir fait pour les FCPI, au sein de Bercy à l'époque.

Nous avons parallèlement mis en place le site :

www.LaFinanciereDeCroissance.com pour détailler le système, ainsi qu'une *holding* ISF, Kleber Opera Entreprises. La *holding* compte aujourd'hui des camarades à tous les étages : actionnaires (bénéficiaires de la réduction d'ISF), conseil de surveillance, managers des PME du portefeuille (bénéficiaires des apports en capital).

Une ampleur sans précédent

Le mécanisme est sans précédent en raison de l'ampleur de la réduction d'impôt consentie.

Il a fait l'objet de critiques sur son démarrage car certains montages de *holding*, actuellement dans le collimateur de parlementaires réclamant des redressements fiscaux,

ont visé à faire des investissements fonctionnant comme des prêts. Prêts qui ont été « repackagés » juridiquement sous forme d'investissement en actions, pour respecter sur la forme les règles fiscales.

Ce vent de critiques bénéficie fortement à Kleber Opera Entreprises car elle réalise des opérations de « capital développement » conformes à la fois à la lettre et à l'esprit. Le millésime 2009 s'annonce encore meilleur que le 2008. ■

Arnaud Santoire (89)

bien établies.

Or, il se crée en France plusieurs centaines de milliers d'entreprises chaque année avec l'aide de ce qu'il est convenu d'appeler le « love money » c'est-à-dire la famille et les copains. Malheureusement, la mortalité de ces entreprises est assez élevée malgré les efforts de plusieurs réseaux de soutien, faute d'apports en capitaux et en conseils pour passer le cap du décollage.

Des coentrepreneurs

Ce qu'on appelle un « Business Angel » est à même de financer et accompagner ces jeunes entreprises. C'est surtout un coentrepreneur, capable de comprendre le projet, le marché et les opportunités. Son expérience professionnelle et la relation d'homme à homme (ou à femme) qui s'établit vont permettre à l'équipe de direction d'éviter nombre de chausse-trappes et de faire les bons choix qu'il s'agisse de structure, de recrutement, de production, de marketing, etc.

L'association XMP Business-Angels compte plus de 200 adhérents, anciens de l'X et des écoles d'application, en particulier les Ponts, les Mines et les Télécom.

L'investissement dans le cadre de XMP-BA bénéficie lui aussi des réductions d'ISF. ■

En amont

L'Association XMP-Business Angels, créée en 2004, exerce une activité de nature voisine auprès de toutes jeunes entreprises, ne réclamant qu'un capital limité mais avides de précieux conseils.

Malgré la récente tempête financière, le capital-risque dispose encore de larges disponibilités pour investir dans les entreprises en fort développement. Cependant, il n'intervient la plupart du temps qu'à partir de plusieurs centaines de milliers d'euros.

De ce fait et compte tenu de leurs frais de structure non négligeables, ces investisseurs ne vont pouvoir s'intéresser qu'aux entreprises déjà

TÉMOIGNAGES

Six signaux d'alerte

Les indicateurs financiers reflètent les difficultés traversées par une entreprise mais sont insuffisants pour les prévoir. Nous avons pu identifier six signaux d'alerte permettant d'anticiper les périodes de crise et donc de mener à temps les actions de redressement utiles.

■ Si tant d'entreprises peinent à réagir en période troublée, c'est qu'elles n'ont pas su interpréter les signes avant-coureurs d'une dégradation de leur environnement comme de leur propre fonctionnement. Pour les investisseurs, six indicateurs non financiers ont une importance clé.

Le secteur est en difficulté

Un certain nombre de secteurs sont réputés comme sinistrés. Aujourd'hui, ce sont, par exemple, les compagnies aériennes pour lesquelles, aux États-Unis en particulier, la surcapacité, la concurrence étrangère, l'envolée des prix du pétrole, ainsi que la pression des syndicats contribuent fortement à assombrir la situation.

Les investisseurs doivent se demander pourquoi une société dans un tel secteur n'est pas en difficulté, et si la société a les moyens de se maintenir à l'écart des problèmes du secteur.

Il faut commencer à se poser de sérieuses questions s'il n'y a pas *a priori* de raisons solides pour qu'elle continue à profiter d'avantages par rapport à ses pairs.

À l'opposé, les secteurs à la mode peuvent susciter la même prudence (voir encadré).

L'entreprise enregistre de moins bonnes performances que ses pairs

La réputation d'une entreprise dans son secteur d'activité (c'est-à-dire auprès de ses clients, fournisseurs et concurrents) est souvent un bon indicateur de sa santé. Les informations ou rumeurs concernant des délais de livraison dépassés, des problèmes de qualité, des clients mécontents méritent de sérieuses investigations.

Dès qu'il y a la moindre indication que l'entreprise a des problèmes

Attention aux modes !

L'enthousiasme débordant (déraisonné ?) pour un secteur de l'économie est lourd de dangers. Par exemple, à la fin des années quatre-vingt-dix, les perspectives dans les télécoms et l'Internet paraissaient illimitées, et les investisseurs ont placé leur argent dans des sociétés aux perspectives réelles de bénéfices et de croissance irréalistes, oubliant dans l'euphorie tous les facteurs de risque. Plus récemment l'immobilier, États-Unis en tête, a fait l'objet d'une spéculation effrénée qui affecte aujourd'hui notamment le secteur financier (crise des *subprimes*) et le secteur de la construction.

de performance, il devient utile de la comparer avec ses pairs du secteur, et de comprendre s'il s'agit ou non d'un « sous performer » dont les ventes et les profits risquent de diminuer durablement.

La direction générale n'est pas très présente sur le terrain

L'absence de la direction générale sur le terrain est révélatrice d'un malaise et lourde de conséquences : manque d'attention aux détails, employés et clients moins écoutés, vulnérabilité aux problèmes, difficulté à les reconnaître et, souvent, incapacité à y réagir à temps.

Les dirigeants changent souvent

Les dirigeants peuvent quitter leur entreprise pour des raisons parfaitement légitimes. En revanche, des départs répétés peuvent être le signe annonciateur, pour le moins de mauvais augure, au pire d'une véritable crise. Il faut examiner de très près les raisons liées aux départs des cadres dirigeants. En particulier si plusieurs dirigeants sont partis (ou ont annoncé leur départ) et si ceux qui les remplacent sont d'un calibre moindre.

Les restructurations se succèdent

Aujourd'hui, une restructuration est souvent considérée par les marchés comme un développement positif pour l'entreprise. Mais des restructurations qui se succèdent peuvent signifier aussi que le management ne veut pas, ou ne peut pas, imprimer les changements radicaux qui sont nécessaires pour stabiliser la situation de l'entreprise.

Ces restructurations successives coûtent très cher à l'entreprise : non seulement financièrement, mais aussi sur un plan organisationnel et managérial.

Une politique d'acquisitions fait suite à une période de croissance organique

Une acquisition, même si elle paraît « naturelle » sur le papier, est toujours difficile à mettre en œuvre. Dans tous les cas, lorsqu'une entreprise finance une acquisition par des emprunts, elle augmente ses risques et diminue sa flexibilité. Si le secteur subit une crise, l'entre-

prise peut se retrouver dans l'impossibilité d'honorer ses engagements financiers en dépit d'une activité toujours florissante.

Une société qui se lance soudain dans une stratégie d'acquisitions après une période continue de croissance organique émet un signal fort. Elle doit être analysée non seulement sous l'angle des *cash-flows* générés, mais aussi sur sa capacité à honorer ses obligations financières accrues.

Mener des analyses poussées et dialoguer avec les dirigeants

Premièrement, analyser de plus près les indicateurs financiers : courbes de ventes, évolution des parts de marché, des *cash-flows*, de la rentabilité, marge dont l'entreprise dispose encore vis-à-vis de ses engagements financiers contractuels (ses covenants) – est-elle en baisse ? et si nécessaire détail des flux de trésorerie. L'essentiel est d'analyser l'entreprise sous les angles les plus divers : les premiers signaux annonciateurs d'une crise ne sont pas fournis par des indicateurs strictement financiers. Puis, pousser l'analyse en creusant les questions auprès des dirigeants mais aussi de tout autre interlocuteur clé susceptible de fournir l'information.

Il faut, par exemple, se demander ce que fait la société pour attirer et garder des dirigeants clefs motivés. Les entreprises motivent et récompensent souvent les responsables en fonction de l'évolution du compte de résultat ou de la performance de l'action. Les sociétés qui intègrent spécifiquement les besoins en fonds de roulement et la génération de trésorerie ont moins de chance d'être surprises par des problèmes.

Dans l'environnement actuel, très fluctuant, très technique et hautement concurrentiel, les investisseurs en capital et les créanciers doivent en permanence analyser tous les indicateurs de la santé de l'entreprise disponibles pour ne pas risquer de perdre tout ou partie de leur investissement. Il faut analyser les indicateurs non financiers autant que les chiffres, car trop de temps sépare généralement l'apparition des sources de difficultés de leur traduction dans les comptes. Identifier les signaux d'alerte à l'avance permet de poser les bonnes questions et de décortiquer à fond les indicateurs financiers.

Du point de vue du professionnel du retournement, plus un problème est décelé tôt, plus les mesures de correction sont entreprises tôt, et plus on dispose de flexibilité et de marge pour résoudre les problèmes et limiter la casse. ■

**Nicolas Beaugrand (94)
et Claude Dampierre,
vice-président et directeur
d'Alix Partners**



Nicolas Beaugrand.



Claude Dampierre.

D.R.

D.R.

POINT DE VUE

Fusions et acquisitions, des outils stratégiques

Résultat d'une normalisation de l'économie mondiale et d'une évolution de quelques secteurs spécifiques, les fusions et acquisitions sont désormais utilisées comme de précieux, mais dangereux outils stratégiques. Une préparation minutieuse, une vision à long terme, la reconnaissance du facteur humain et l'importance d'une communication appropriée émergent comme facteurs clés d'une fusion réussie.

La dernière décennie du ^{xxi}e siècle est l'ère des fusions et acquisitions. Jamais autant d'entreprises n'avaient fusionné. Convaincues qu'il s'agissait du seul moyen de survivre, les entreprises se précipitaient dans l'aventure dont bon nombre sortaient rarement indemnes. Une étude, portant sur plus de 2 500 cas de fusions et acquisitions sur les dix dernières années en Europe, montre pourtant que seules 40 % de ces opérations créent de la valeur boursière.

Des évolutions sectorielles et des valeurs refuges

Le comportement hétérogène entre les différents secteurs du marché tempère l'euphorie des fusions et acquisitions, mais dévoile également des opportunités d'une activité souvent supposée homogène.

L'ensemble des secteurs connaît une baisse considérable du « sur-rendement positif » : 31 % en 2005 contre 40 % en 2003. Néanmoins, quelques secteurs se maintiennent : l'immobilier, le matériel et l'énergie avec un rendement posi-

tif impressionnant ; la finance et l'industrie en termes de volume de transactions réalisées ; les télécommunications, avec leurs plus importantes opérations à la fin du siècle dernier.

Les secteurs traditionnels comme l'énergie et l'immobilier ont échappé à la bulle Internet et figurent comme valeur refuge. La finance élargit son champ d'action par sa capacité de faire des acquisitions hors de son propre secteur (près de 30 %).

Un bilan mitigé

En 2000 et 2005 plus de valeur a été détruite que créée ; l'expérience individuelle ne protège pas contre l'échec ; la frénésie et l'accumulation pendant une courte durée nuisent à la création de valeur ; les transactions à une plus petite échelle créent plus de valeur que celles à grande échelle ; les différents secteurs possèdent des potentiels différents.

Malgré ces espoirs, l'image des fusions et acquisitions est incontestablement ternie. La plupart des en-

treprises se lancent moins facilement dans une transaction d'envie et préfèrent réduire leur nombre par crainte de ne pas maîtriser le défi.

Le *Private Equity* a plus de succès. La question est donc de savoir comment éviter l'inertie tout en évitant des stratégies de fusions risquées afin de concrétiser l'objectif fixé : la création de valeur.

Une stratégie pertinente

L'évolution erratique des transactions, la chute des étoiles d'une époque et l'ascension des revenants ont profondément changé la perception générale des fusions et acquisitions.

Nous assistons à un changement de paradigme : macroéconomie et histoire élargissent une focalisation purement économique. La réduction du prisme de vision à de purs effets de synergie est abandonnée au profit d'une optique plus large. Le contexte global détermine la prise de décision d'une fusion quitte à opposer son *veto* à une expansion hasardeuse.

Sept critères apparaissent aujourd'hui essentiels.

Veni, vidi, veto

C'est lors de son retour à Rome que César prononça son célèbre « *Veni, vidi, vici* ». Sa dictature ne durera pas plus de trois ans.

La conquête des parts de marché remplace les guerres, les fusions et acquisitions remplacent les annexions et les mariages politiques.

Le cri de guerre reste toujours le même : *Veni, vidi...* Mais, à l'épreuve de l'histoire, c'est *veto!* qu'il faut ajouter.

Se placer dans un contexte historique

Connaître l'histoire évite de répéter les erreurs et aide à mieux définir ses propres intentions. Bon nombre de fusions échouent à cause d'intentions décalées : agit-on dans un but défensif ? Est-ce que l'on maîtrise le code culturel de la cible ? Est-on pris dans un tourbillon ou agit-on par besoin réel.

Passer au crible les cibles potentielles

La simple focalisation sur la création de valeur et les effets de synergie occultent souvent failles et obstacles. Les différences culturelles et légales (antitrust) sont régulièrement sous-estimées et l'espoir prime souvent sur les faits.

Respecter le temps et partir au signal

Le *timing* parfait est un facteur décisif pour la réussite d'une transaction. Rater le bon créneau ou partir avant « le signal » peut coûter cher et même compromettre une fusion. Car une fusion c'est d'abord un rythme. Donner la cadence permet d'influer sur les détracteurs et ainsi prendre l'ascendant sur ses adversaires. Planifier tôt le processus d'intégration, définir vite les possibilités de gain, mettre en place à temps le nouveau management et les agents du changement

permettent de profiter de l'enthousiasme initial et d'obtenir le plus tôt possible les gains escomptés.

Investir l'expérience collective

Contrairement à ce que l'on peut supposer, l'expérience individuelle n'est pas garante de succès. Un surrendement positif ne découle pas automatiquement de l'effet d'expérience individuel. L'accumulation d'acquisitions pendant une courte période ne détruit pas seulement plus de valeur qu'elle en crée, elle génère également le risque d'une attitude routinière qui laisse échapper les spécificités d'une transaction.

S'inspirer par les histoires de réussite signifie également de s'ouvrir au savoir-faire de nouveaux acteurs : le *Private Equity* doit y figurer au premier rang.

Focaliser sur une culture de performance

Un des objectifs d'une fusion est l'adoption d'une culture de performance. La réflexion sur l'avenir doit mobiliser toutes les énergies. Seule l'implication de tous les employés dans une situation nouvelle empêche plaintes, perturbations et finalement résistance.

Choisir un mode de communication appropriée

« On les tue ! On leur vole le marché ! » Les dégâts d'un langage violent se chiffrent difficilement mais leur étendue est vaste. L'optimisation de la circulation de l'information dans une organisation est primordiale pour l'efficacité. Mais les modes de communication sont souvent sous-estimés avec des conséquences assez néfastes.

Veiller sur les affaires quotidiennes

Un des plus grands dangers d'une fusion réside dans la négligence des

Bearing Point

Issu du groupe KPMG (KPMG Consulting), Bearing Point est une société de conseil stratégique, principalement en gestion et technologie de l'information. Elle compte environ 17 000 consultants dans 60 pays.

Son siège est situé aux États-Unis, à Mc Lean, en Virginie.

affaires quotidiennes. Les « managers » se consacrent souvent corps et âme à la réduction de coûts, se laissent absorber par l'ampleur des tâches d'intégration tout en détruisant subrepticement leur business quotidien : un vide momentané se crée et les clients désertent.

Éviter les erreurs

Une nouvelle vague de fusions et acquisitions se dessine-t-elle à l'horizon ? La réponse est clairement non. Les fusions actuelles sont le résultat d'une normalisation de l'économie mondiale et d'une évolution de quelques secteurs spécifiques.

Fusions et acquisitions sont désormais utilisées comme de précieux, mais dangereux outils stratégiques dont la valeur réelle est à déterminer avec soin. Une préparation minutieuse, une vision à long terme, la reconnaissance du facteur humain et l'importance d'une communication appropriée émergent comme facteurs-clés d'une fusion réussie.

Les fusions cessent d'être isolées de leur contexte historique mais figurent comme élément intrinsèque d'une évolution macroéconomique, politique et historique. Elles suivent des cycles, alternant accélération, stabilisation et ralentissement. De nouveaux acteurs puissants, le *Private Equity*, imposent leur style, agissent comme catalyseurs et accélèrent le rythme. ■

Henri Tcheng (86)
et **Stéphane Cohen-Ganouna**,
managing director
et directeur associé
de Bearing Point