

« LA CLÉ DE LA DIFFÉRENCIATION RÉSIDE DANS LE PARTENARIAT AVEC LE MANAGEMENT »



*Interview de Alexandre Margoline,
Partner, patron du bureau de Paris, Permira*

/// P E R M I R A

*Numéro spécial conçu, préparé et réalisé par Marina Guérassimova et
les Professeurs David Chekroun, Gilles Pillet (ESCP Business School)*

*Interview réalisée avec le concours de Paul Agard,
étudiant du Mastère spécialisé Droit et Management International
à ESCP Business School*

Le contrôle des IEF s'impose comme un troisième pilier des opérations de M&A, à côté du contrôle des concentrations et de la compliance. Quelle est votre perception du phénomène ? Assiste-t-on à une accentuation de tendances antérieures ou à un basculement (qu'il s'agisse des domaines concernés ou de l'esprit du contrôle) ?

Alexandre Margoline : Il est certain que la question du contrôle des investissements étrangers en France est scrutée avec plus d'attention aujourd'hui. Je pense que l'éminence de la thématique varie énormément d'un secteur à un autre, selon leur sensibilité. Par exemple, le contrôle ne sera pas le même selon que l'opération concerne l'industrie pharmaceutique ou d'autres secteurs. Cette différenciation se comprend aisément et s'explique par le caractère plus ou moins stratégique de la cible.

Pensez-vous qu'en matière de contrôle des investissements étrangers en France et ailleurs, il y aura un avant et un après Covid ? Pensez-vous que la survenance d'une telle crise est de nature à changer la philosophie du contrôle ?

Alexandre Margoline : Je pense effectivement que la crise sanitaire que nous traversons induit un changement dans la philosophie du contrôle. Le contrôle prend aujourd'hui en compte l'intérêt stratégique et la souveraineté de l'État, parfois même la souveraineté européenne. Tous les investisseurs ne sont pas logés à la même enseigne. Des fonds non-européens pourront, par exemple, être moins bien perçus que des fonds européens. Implicitement, il y a une certaine faveur à l'égard des investisseurs français ou européens, en dépit des relations amicales entre la France et un pays non-européen.

Selon vous, quelle est la perception du système français par les investisseurs étrangers ? Est-il perçu comme un guichet accueillant et professionnel, un repoussoir en direction de systèmes plus accueillants ou plus transparents, le bon équilibre ?

Alexandre Margoline : Sans évoquer le contenu du régime juridique, je pense que, malheureusement, tout est question de perception, c'est-à-dire la perception que les investisseurs étrangers ont de notre arsenal juridique. Dans notre métier d'investisseur, très souvent, la perception devient réalité, quel que soit le contenu des textes, lesquels sont souvent mal connus. Et la perception est qu'en France, une certaine forme de protectionnisme est utilisée par le Gouvernement dans certains secteurs (ex : automobile, tourisme, santé, etc.). Je pense que cette perception est réelle et que tout investisseur, qu'il soit un industriel ou un fonds, aura en tête qu'une levée de bouclier peut intervenir à tout moment. Pour s'en protéger et limiter autant que possible ce risque, un investisseur étranger aura à cœur de donner une coloration française à l'opération, d'afficher ses attaches et son ancrage avec l'hexagone – par exemple via l'équipe Permira basée en France – ou d'entrer en partenariat avec des entités purement françaises, comme la BPI ou Ardian. Il peut également y avoir des accords clairs, des contrats, entre le vendeur et l'acheteur sur de futurs engagements en matière d'emploi, de maintien d'activité, de R&D, autant d'éléments qui « rassurent » l'État.

Avez-vous déjà été confronté, dans votre carrière d'investisseur, à ce type de problématique ? Êtes-vous amené à faire une présélection de secteurs qui seraient moins enclins à tomber dans le champ du contrôle ?

Alexandre Margoline : Nous n'avons pas tendance à faire nos sélections en fonction de la sensibilité du secteur. En revanche, lorsque l'on sait que le secteur de l'opération en question est un secteur sensible, nous prenons les devants en nouant un dialogue constructif avec les parties prenantes afin d'éviter toute déconvenue.

J'ai le souvenir d'une affaire avortée concernant le secteur du tourisme qui témoignait d'un certain paradoxe dans l'exercice du contrôle. D'un côté, la société de tourisme française souhaitait s'étendre en Asie et avait eu la bonne idée d'apporter des investisseurs chinois. De l'autre, il y avait la volonté du gouvernement français de préserver des actifs français mais qui avait néanmoins donné son aval pour l'opération, en dépit de la montée d'investisseurs chinois. L'enjeu était donc de s'assurer que les investisseurs chinois n'aient que des parts strictement minoritaires et une gouvernance quasiment nulle. Je pense qu'aujourd'hui, une telle transaction, dans un contexte de crise sanitaire,

serait beaucoup plus complexe, voire impossible, à mettre en œuvre.

Vous semble-t-il que les fonds d'investissement reçoivent un traitement notablement différent de celui dont bénéficient les investisseurs industriels ? Si oui, quelles sont ces différences ?

Alexandre Margoline : Je pense qu'en tant que fonds d'investissement, nous sommes dans une situation beaucoup plus favorable qu'un acteur stratégique industriel étranger à l'égard du vendeur, du gouvernement et même de la population ou des médias. Un fonds intervient de manière froide, sans ressort émotionnel. Les fonds peuvent donc assumer un rôle de tiers de confiance qui va opérer de manière rationnelle, attendue et donc prévisible. Par ailleurs, dans les cinq dernières années, il y a une vraie ouverture à l'égard des investisseurs financiers, pour toute taille d'opération et à tout niveau de maturité, et c'est un véritable encouragement de cette forme d'investissement et d'actionariat.

Pour autant, tous les fonds ne sont pas les mêmes. Leurs stratégies peuvent être très différentes, même dans le monde du large cap. Chaque fonds a son propre positionnement. À partir du moment où ce positionnement est vérifié, les parties prenantes croient à ce positionnement et en tirent les conclusions qui s'imposent. Si l'on prend l'exemple de Permira, nous ne faisons pas de restructuration, ni de plan de licenciement massif, mais nous nous plaçons plutôt dans une optique de soutien à la croissance d'une société déjà en bonne forme. Nous impliquons le management et l'actionariat. Logiquement, nous sommes mieux perçus que d'autres investisseurs qui auraient une démarche plus offensive. La thèse d'investissement est extrêmement importante car en découle la perception du fonds par le gouvernement. La thèse est différente selon que l'on parle d'une société qui a le vent en poupe et qui évolue dans le secteur de la tech ou de la pharma – positionnement de Permira – ou d'une société à forte base industrielle où les questions d'emploi et de délocalisation concentreront l'attention.

Le fait pour un fonds d'investissement de ne rester au capital que pendant un laps de temps déterminé, à la différence d'un corporate, joue-t-il en sa défaveur dans la perception que le gouvernement peut avoir à son égard ?

Alexandre Margoline : Pas nécessairement. Mais il est arrivé que l'on doive s'engager à ne pas revendre la cible à des stratégiques. On se retrouve alors en partenariat avec la famille fondatrice et l'accord prévoit que le fonds ne peut pas vendre l'entreprise à des concurrents étrangers, mais qu'il peut opter pour une cession à la famille, ou pour une

introduction en bourse. Il est donc tout à fait possible de limiter les horizons de sortie. Mais cela n'est toutefois pas évident, lorsque nous disposons du contrôle, car l'impact sur le prix et sur la compétitivité de notre offre est automatique. C'est très dur à réaliser.

Pour ne pas obérer ses chances dans une procédure d'enchères, comment un fonds peut-il s'adapter ? Comment travailler sur la lisibilité de sa démarche ? Est-il seul à porter le poids du risque induit par le contrôle où peut-il impliquer le vendeur ?

Alexandre Margoline : La différenciation se fait de manière assez naturelle car un fonds a des avantages et des inconvénients assez clairs et délimités. L'avantage est qu'un fonds agit comme un tiers qui n'a pas d'intérêts au-delà de l'investissement en question. Il n'y aura donc pas à l'œuvre la synergie ou l'influence stratégique qui viendrait d'une autre société, mais seulement la thèse d'investissement qui est celle du fonds et qui doit être en ligne avec le management de la société cible. Le choix est donc connu, rationnel et aligné avec le management. En revanche, l'inconvénient est que l'identité du fonds peut être parfois moins claire, il y a un côté un peu nébuleux.

La clé de la différenciation réside dans le partenariat avec le management. Lorsque le management et le vendeur sont convaincus de notre positionnement et de la véracité de notre thèse d'investissement et lorsque le fonds s'aligne sur leur stratégie d'avenir, le prix peut-être légèrement in-

férieur mais les parties auront éludé la question centrale de la stratégie.

Dans le cas d'un build-up, le fait d'être un fonds change-t-il la donne en faisant de vous un acteur davantage stratégique que financier ?

Alexandre Margoline : Je répondrai de manière nuancée. Certes, dans ce cas de figure le fonds semble agir comme le ferait un acquéreur stratégique, mais il n'en reste pas moins qu'à terme, en tant que fonds, nous avons toujours un horizon de sortie.

Dans tous les cas de figure, le positionnement est clair. Cela peut requérir la mise en place d'un equity package.

La définition des investisseurs étrangers tient de plus en plus compte de la chaîne de contrôle, au-delà du siège social. Cela change-t-il la manière dont les fonds se structurent et abordent les opérations ?

Alexandre Margoline : L'intérêt pour l'entreprise d'avoir en tant qu'actionnaire un fonds d'investissement est justement la possibilité de rester indépendante. L'ambition n'est pas l'intégration de la cible, laquelle continuera à fonctionner en stand alone. Quelle que soit la localisation des fonds, il n'y a pas de prédation et les cibles françaises restent basées en France. Nous adoptons et conservons une approche purement financière et n'avons aucune velléité de bâtir un empire ici où là, dans telle ou telle juridiction !