

### Private Equity, halte à la sinistrose !

*Dernier volet du débat initié par Olivier Tordjman sur l'état du marché du Private Equity. Après Gonzague de Blignières, Richard Thil, associé gérant de Rothschild & Cie, répond à son tour et nous apporte sa note d'optimisme.*

« Au-delà du ton volontairement provocateur de notre ami Olivier Tordjman, je rejoins Gonzague de Blignières lorsqu'il pourfend les adeptes de la sinistrose, un mal tellement français !

Dans un marché des fusions & acquisitions en pleine explosion, qui donne le vertige à certains, on constate l'hyperactivité des acteurs du marché du Private Equity. Peut-on en déduire qu'il s'agit d'une bulle ? Les arguments sont connus et sans cesse mis en avant. Personnellement, je m'inscris en faux vis-à-vis de ces sombres augures. Plusieurs raisons à cela :

- Le LBO n'est pas un simple mécano financier coupé des réalités. Le but ultime, c'est la création de valeur !  
Combien de fois n'ai-je été frappé, à l'occasion de la revente de participations détenues par des fonds, par le formidable travail de réorganisation et de focalisation sur des objectifs précis qui avaient été impulsés par le fonds, pendant les quelques années de sa présence dans le capital de la société concernée !  
Dans la majorité des cas, les acquisitions par les fonds de filiales orphelines de groupes industriels leur permettent de recentrer l'entreprise sur ses intérêts propres et, une fois la dette servie, les capacités de financement des fonds permettent à la société de mettre en œuvre une véritable stratégie de développement.
- Le marché des actifs de taille moyenne, qui est sans nul doute celui qui présente le plus de potentialité en France, est un marché où les fonds sont particulièrement efficaces car leur réactivité fait merveille.
- La bonne orientation des bourses constitue un autre facteur de stimulation car, d'une part, elle donne une nouvelle alternative de sortie aux fonds, mais, d'autre part, elle permet d'élargir le terrain de chasse de ces derniers.
- La bonne santé des industriels après une salutaire cure de réduction de leurs coûts, d'optimisation des marges et de « nettoyage » de leur bilan, conjuguée avec la nécessité de sortir de leurs marchés nationaux, permet aux industriels de revenir agressivement dans les processus d'enchère à l'achat. Cela est fondamentalement sain car, *in fine*, pour un fonds, la cession à un industriel d'une participation reste l'objectif ultime, révélateur de la pertinence de l'investissement initial et la preuve que les mesures de réorganisation de cette participation ont été réellement créatrices de valeur.
- Enfin, tous les intervenants qui forment le « casting » d'une opération de LBO ont contribué à professionnaliser ces opérations car c'est dans leur intérêt. Comme dans l'arène antique, chère à Olivier Tordjman, seuls les meilleurs subsisteront et le gladiateur « Tordjman-Maximus » par sa science du combat évitera à son client l'erreur fatale.
- Pour ce qui me concerne, comparé à un commissaire priseur et étant grand amateur de l'Hôtel Drouot, je n'y vois point malice car le banquier d'affaires a pour mission de défendre les intérêts de son client, tout en assurant, par la pertinence de ses conseils, une fluidité du marché. »

**Richard Thil**

## ■ BOURSE

**Les amis de mes amis... sont-ils tenus d'informer l'AMF ?**

La prévention et la répression des abus de marché sont décidément des sujets très en vogue. Après avoir remis au goût du jour en janvier dernier, l'obligation pour la société émettrice de tenir à disposition de l'AMF des listes d'initiés, le législateur vient d'apporter des précisions, dans un décret très attendu, sur les personnes tenues à l'obligation de déclarer leurs opérations sur titres.

La loi Breton du 20 juillet 2005 avait en effet instauré, à la charge des personnes exerçant des responsabilités dirigeantes au sein d'une société cotée et **des personnes ayant des liens personnels étroits avec elles**, l'obligation d'informer l'Autorité des Marchés Financier (l'AMF) de leurs opérations sur les titres de l'émetteur, ainsi que des transactions opérées sur des instruments financiers qui leur sont liées.

Un décret du 2 mars 2006 vient de préciser que **le conjoint** du dirigeant, **le partenaire** auquel il est lié par un PACS, les **enfants** (sous certaines conditions de résidence et de garde), ainsi que **tout autre parent ou allié résidant à son domicile** depuis au moins un an, sont ces « proches » ayant des liens personnels étroits.

Du côté des personnes morales, le décret vise toute entité dont **la direction, l'administration ou la gestion** est assurée par le dirigeant, par l'un de ses proches ou par une personne agissant dans l'intérêt de l'un d'entre eux. Sont également concernées les **entités contrôlées** par l'une de ces personnes, **constituées au bénéfice** de l'un d'entre eux ou pour laquelle le dirigeant ou l'un de ses proches bénéficie au moins de la **majorité des avantages économiques**.

## ■ BANQUE

**Qu'est ce qu'un an ?**

C'est à l'occasion de cette question que la Chambre commerciale de Cour de cassation vient de confirmer, dans un arrêt du 17 janvier 2006, sa jurisprudence antérieure sur la durée de base de calcul des intérêts.

En l'espèce, un emprunteur contestait le mode de calcul de l'intérêt conventionnel en arguant qu'il n'avait pas été appliqué à une année civile de 365 jours, mais à une année de 360 jours. La Cour d'appel fait droit à ses demandes et ordonne à la banque la restitution des sommes trop perçues, d'un montant dérisoire.

L'affaire serait passée inaperçue si la Cour de cassation, allant bien au-delà, n'avait pas **considéré que les exigences relatives à l'indication préalable et par écrit du taux effectif global n'avaient pas été respectées et qu'en conséquence, le taux d'intérêt légal devait être appliqué depuis l'origine du prêt**.

S'agissant d'un arrêt de cassation, l'affaire a été renvoyée devant la Cour d'appel et il convient d'attendre la position de cette dernière pour connaître l'issue définitive de ce débat. En outre, il est permis de s'interroger sur **la portée de cette jurisprudence qui concerne un particulier : sera-t-elle transposable à une société ?**

## ■ FISCALITE

**L'ISF n'est pas mort, il bouge encore.**

Alors que la question de la pertinence de l'Impôt de Solidarité sur la Fortune est encore à l'ordre du jour, diverses dispositions sont prises pour en alléger son poids. La dernière en date permet aux **contribuables qui exercent leur activité dans une société dont ils détiennent des titres de bénéficiaire d'une exonération de 75 % de leur valeur**.

Cette exonération partielle prévue par la loi de finances pour 2006 est destinée aux **actionnaires qui ne sont pas éligibles à l'exonération à 100 %** au titre des biens professionnels, soit parce qu'ils n'exercent pas l'une des fonctions limitativement énumérées, soit parce qu'ils détiennent une participation inférieure au seuil minimum de 25 %. Sont ainsi visés non seulement tous les mandataires sociaux mais aussi - et surtout - les salariés intéressés au capital de leur société. Ce dispositif peut même trouver à s'appliquer, sous condition, lorsque le redevable **détient des titres d'une société membre du groupe au sein duquel il exerce son activité**. L'exonération partielle, réservée aux sociétés qui exercent une activité autre que purement civile, **devrait ainsi exclure de son champ d'application les titres de sociétés de holding pur**. La position de l'administration sera attendue sur le traitement des titres détenus dans des sociétés holdings animatrices.

En contrepartie de ce nouvel avantage, le législateur a entendu s'assurer de la fidélité de l'actionnaire récompensé : principal frein à une application étendue, l'exonération est, en effet, suspendue à une **condition de détention des titres pendant une durée minimale de six ans sauf si le contribuable cesse ses fonctions pour cause de retraite auquel cas le délai est de moitié**.

Une **ordonnance du 23 mars 2006** réformant le droit des sûretés vient de paraître. Nous vous en présenterons les principales dispositions dans notre prochain numéro.

## LA PAROLE A ...

*Marc GROSMAN, qui dirige avec son frère Laurent le groupe CELIO réunissant les enseignes CELIO et LAURENT CERRER, vient de prendre une participation majoritaire dans JENNYFER. Par ailleurs, Marc GROSMAN a des mandats d'administrateur indépendant dans plusieurs sociétés, comme ALTADIS, CALVIN KLEIN et BATA.*

**ASA : En acquérant 51% du capital de JENNYFER, vous mettez enfin un pied dans le prêt-à-porter féminin. Pourquoi avez-vous attendu si longtemps, et pourquoi JENNYFER ?**

JENNYFER n'est pas le pendant féminin de CELIO, ce n'est pas la même cible d'âge et pas le même positionnement. JENNYFER est une belle opportunité : un très beau réseau de magasins, une marque très connue, de bonnes équipes et un concept extrêmement bien positionné sur sa cible. La société a souffert à un moment donné de sa gestion. Nous avons eu le sentiment que nous saurions gérer les difficultés de JENNYFER parce que les problèmes de gestion que la société rencontrait sont les mêmes, qu'il s'agisse de prêt-à-porter masculin ou féminin.

La réussite de CELIO, comme celle de JENNYFER, repose aussi sur un très beau réseau de magasins, l'un des meilleurs qui existe en France, une marque reconnue et un positionnement clair. En outre, nous partageons, Laurent et moi, la même vision de ce que doit être CELIO et ce, depuis le début de l'aventure.

**ASA : Justement, pourquoi avoir conservé une dominante familiale dans l'actionnariat du groupe ?**

Je crois que le principal avantage dans une structure à dominante familiale, c'est qu'elle permet à un projet de s'inscrire dans la durée, ce qui n'est peut-être pas le cas d'investisseurs financiers. Nous sommes prêts à investir à plus long terme. Par exemple, lorsque nous nous installons dans un pays, comme on l'a fait en Espagne ou en Italie, il faut au moins cinq ans avant que cela ne devienne profitable et représente quelque chose. L'investisseur financier ne peut pas se permettre cette attente.

**ASA : Vous qui connaissez très bien le secteur textile, conseilleriez-vous à des investisseurs financiers d'investir dans ce secteur aujourd'hui ?**

D'abord, il faut rappeler qu'il y a trois ans, personne ne voulait toucher au textile ; les financiers qui ont fait des opérations ces deux dernières années dans le textile ont, en général, fait de bonnes opérations.

Deuxièmement, le secteur du textile est encore un secteur en consolidation par rapport aux autres formes de distribution et quand on compare la France à d'autres pays, par exemple aux Etats-Unis, on constate que l'on est en retard en matière de consolidation. Or, qui dit consolidation, dit implication des acteurs financiers. Je n'ai pas besoin d'une boule de cristal pour vous dire que dans cinq ans les acteurs dans la distribution textile seront moins nombreux et plus gros.

Il y a donc un mouvement de consolidation et une place pour les financiers, mais sur le chemin, il y aura des échecs.

*Pour consulter l'actualité du cabinet, les numéros précédents de notre Lettre Corporate Finance, ou tout simplement nous contacter : [www.ayache-salama.com](http://www.ayache-salama.com)*