

## Les mésaventures d'une PME dépecée par des fonds vautours

PAR LAURENT MAUDUIT  
ARTICLE PUBLIÉ LE SAMEDI 7 FÉVRIER 2015

Trois fonds d'investissement, dont une filiale de Natixis, ont démis de leurs fonctions la patronne d'une grosse PME de la Sarthe et le fondateur de la société, parce qu'ils refusent d'endetter l'entreprise de 200 millions d'euros pour leur verser un dividende de 133 millions. Que pense le ministre de l'économie, Emmanuel Macron, de tels abus ?

C'est une histoire très révélatrice des mœurs financières de certains fonds d'investissement : une grosse PME de la Sarthe, FPÉE, est en passe d'être dépecée et sa direction décapitée par trois fonds financiers qui se comportent comme de véritables fonds vautours. Leur seul souci : faire « cracher » à leur profit le plus d'argent possible, quand bien même cela pourrait gravement déstabiliser l'entreprise.

L'histoire est même doublement révélatrice. D'abord parce que deux de ces fonds d'investissement ont déjà été mis en cause dans des jongleries financières, comme l'avaient révélé plusieurs enquêtes de Mediapart. Ils n'ont depuis jamais été rappelés à l'ordre ni sanctionnés. Cette nouvelle affaire vient donc éclairer l'absence quasi totale de régulation dans le secteur souvent opaque dit du « *private equity* », c'est-à-dire dans le secteur de l'investissement dans les entreprises non cotées. Ensuite parce que l'un de ces fonds est une filiale du géant Natixis, filiale de BPCE, ce qui donne du même coup une portée nationale à l'affaire. Qu'en pensent Laurent Mignon, le patron de Natixis, et François Pérol, le président de la banque

BPCE ? Ignorent-ils les pratiques financières qui ont cours dans leur groupe ? Ou bien, les connaissent-ils et ont-ils laissé faire ?



Marc Ettienne

L'histoire de **FPÉE** est une belle aventure industrielle : créée en 1982 par un dénommé Marc Ettienne, l'entreprise, qui est spécialisée dans la menuiserie industrielle sur mesure et notamment les fenêtres en PVC, a grossi au fil des ans, au point d'englober 7 sociétés, d'employer 650 salariés répartis sur cinq sites de production, dont le principal est à Brûlon, dans la Sarthe, et de réaliser bon an mal an un chiffre d'affaires proche de 150 millions d'euros.



Cécile Sanz

Dans la Sarthe, Marc Ettienne a souvent été cité en exemple comme un industriel qui a réussi, même s'il a pris désormais un peu de recul, abandonnant la présidence exécutive de la société à une jeune femme, Cécile Sanz, depuis de longues années dans l'entreprise, et ne gardant que la présidence de la holding de tête, la société Fenetria. Sa notoriété locale lui a ainsi valu de recevoir la Légion d'honneur, en février 2008, des mains du premier ministre de l'époque, François Fillon, originaire lui aussi de la Sarthe.

Mais progressivement, la société a basculé dans un autre univers, où les logiques industrielles ne comptent pas pour grand-chose et les logiques financières pour beaucoup. Marc Ettienne a en effet accepté une recomposition du capital de la société qu'il

avait fondée. Ne gardant plus que 30 % de celui-ci, il a fait entrer au tour de table trois fonds d'investissement, contrôlant les 70 % restants, soit 40 % des parts détenues par les fonds revenant à une société dénommée Atria, rebaptisée **Naxicap** depuis son absorption par Natixis ; 40 % revenant à un fonds dénommé **Pragma** et 20 % au fonds **Equistone**, l'ancienne société de gestion de la Barclay's dans le « *private equity* », dénommée Barclays Private Equity.

[[lire\_aussi]]

Cette restructuration du capital s'est faite progressivement. D'abord Atria (qui se rebaptisera donc plus tard Naxicap) entre au capital de FPEE en 2003, suivie par les deux autres fonds en 2008. Au début donc, le fondateur de l'entreprise peut penser que cette alliance avec les fonds d'investissement est bénéfique pour tout le monde. Pour l'entreprise qui est en fort développement, mais tout autant pour les trois fonds d'investissement, qui grâce à leur mise dans FPEE gagnent énormément d'argent.

Mais à l'évidence, les fonds sont insatiables et l'argent qu'ils gagnent ne leur suffit pas. Les trois fonds ont, au début de l'année 2014, une idée : organiser ce que dans le sabir financier anglo-saxon on appelle un « *dividend recap* » ou « *dividend recapitalization* » (**ici la définition en anglais sur Wikipedia**). En résumé, il s'agit d'une opération financière passablement tordue visant à endetter l'entreprise pour offrir sur-le-champ de gros dividendes aux actionnaires, sans attendre les dividendes qui pourraient leur être servis annuellement en fonction des résultats financiers de l'entreprise.

La pratique est-elle légale ? Selon les juristes consultés par Mediapart, sans doute l'est-elle si la saignée financière reste dans la limite de l'intérêt social de l'entreprise, car sinon il peut s'agir d'abus de pouvoirs sociaux, ce que la loi réprime. Et dans tous les cas de figure, c'est une pratique éthiquement stupéfiante, car cela met un pistolet financier sur la tempe des entreprises concernées, les contraignant à préempter pendant de longues années tous les bénéfices à venir pour rembourser une dette qui est devenue insupportable.

Or, dans le cas présent, ce qui saute aux yeux, c'est que précisément l'opération de « *dividend recap* » voulue par les trois fonds et organisée par deux banques d'affaires, **la banque Lazard et Mayer Brown**, porte sur un montant absolument considérable, compte tenu de la taille de la société, comme en atteste le document ci-dessous, extrait d'un document établi par Mayer Brown :

(Cliquer sur le tableau pour l'agrandir)

ACTIF		PASSIF	
Autres 2013	100,0	Autres 2013	100,0
Autres 2014	100,0	Autres 2014	100,0
Autres 2015	100,0	Autres 2015	100,0
Autres 2016	100,0	Autres 2016	100,0
Autres 2017	100,0	Autres 2017	100,0
Autres 2018	100,0	Autres 2018	100,0
Autres 2019	100,0	Autres 2019	100,0
Autres 2020	100,0	Autres 2020	100,0
Autres 2021	100,0	Autres 2021	100,0
Autres 2022	100,0	Autres 2022	100,0
Autres 2023	100,0	Autres 2023	100,0
Autres 2024	100,0	Autres 2024	100,0
Autres 2025	100,0	Autres 2025	100,0
Autres 2026	100,0	Autres 2026	100,0
Autres 2027	100,0	Autres 2027	100,0
Autres 2028	100,0	Autres 2028	100,0
Autres 2029	100,0	Autres 2029	100,0
Autres 2030	100,0	Autres 2030	100,0

### L'insatiable appétit des goinfres

Ce tableau réalisé par Mayer Brown résume l'opération. Celle-ci vise à faire contracter un emprunt de 200 millions d'euros à l'entreprise, somme qui serait utilisée pour rembourser 67,1 millions d'euros de dette antérieurement contractée et pour servir sur-le-champ aux actionnaires un dividende de 132,9 millions d'euros. Alors que le contexte économique est désastreux, c'est donc une ponction que veulent mettre en chantier les trois fonds, puisque les 132,9 millions d'euros ainsi dégagés ne serviraient pas à l'entreprise pour leur racheter leurs titres. Non ! En termes d'actionariat, l'opération serait neutre : pour les actionnaires, ce serait donc le jackpot immédiat ! C'est la nouvelle mode qui fait fureur dans le « *private equity* » : endetter les entreprises pour apporter tout de suite du... « cash » aux actionnaires. Aux goinfres, aurait-on envie de dire...

Comme nous l'a fait observer un banquier d'affaires, la formulation de « *dividend recap* », qui a cours dans ces milieux, est donc en fait inappropriée. Il s'agit plutôt d'une « *decap* » : une décapitalisation, ou si l'on préfère un brutal appauvrissement de l'entreprise.

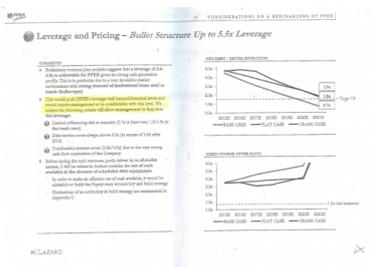
Cécile Sanz et Marc Ettienne trouvent le projet contestable. Un premier « *dividend recap* » a en effet déjà été organisé en 2011 pour 119 millions d'euros ;

et ils jugent injustifiable de ponctionner l'entreprise encore davantage. De surcroît, sur une longue période, les trois fonds ont gagné encore plus d'argent.

D'abord, Atria/Naxicap, qui est entré au capital de FPEE plus tôt que ses deux alliés, a gagné pas loin de six fois sa mise initiale de 2003 à 2010 : la société a apporté 12 millions d'euros à FPEE au début et est ressorti de la société avec un pactole de 60 millions. Une formidable culbute, donc. Et quand Atria, associé aux deux autres fonds, a aussitôt réinvesti en 2010, l'affaire a été tout aussi rémunératrice : Atria a apporté 30 millions d'euros, Pragma également 30 millions d'euros, Equistone 20 millions d'euros. Et moins de dix-huit mois plus tard, les trois fonds avaient déjà récupéré presque les deux tiers de leur mise, soit pas loin de 60 millions d'euros. Autrement dit, sur une petite décennie, les trois fonds ont déjà siphonné pas loin de 110 millions d'euros sur l'entreprise, avant même qu'ils n'envisagent de la rétrocéder. Et de faire une nouvelle culbute...

Dès lors, qu'ils envisagent par surcroît de faire cette nouvelle opération de « *dividend recap* », devant leur rapporter de l'ordre de 80 millions d'euros complémentaires, c'était à l'évidence pousser le bouchon bien loin. Dans un document confidentiel établi par la banque Lazard pour préparer le projet, que l'on peut consulter ci-dessous, la mise en garde était consignée noir sur blanc.

**(Cliquer sur le document pour l'agrandir)**



« *This would push FPEE's leverage well beyond historical levels and would require management to be comfortable with this level* », peut-on lire. Traduction : cette opération va faire basculer l'entreprise dans des

niveaux d'endettement très au-delà de ses records et n'est donc envisageable que si le management de l'entreprise est d'accord avec cela.

Or, précisément, cela ne va pas être le cas, tout au contraire. Quand en avril 2014 les trois fonds demandent à la nouvelle patronne de PFEE, Cécile Sanz, de mettre en œuvre l'opération financière, celle-ci refuse de suivre l'injonction, estimant qu'elle plongerait l'entreprise dans une situation d'endettement trop dangereuse. La décision est courageuse car la jeune femme – qui n'a pas souhaité répondre à nos questions – n'ignore pas que son poste de PDG, c'est à ses actionnaires qu'elle le doit, et donc aux trois fonds, qui sont majoritaires. Pourtant, elle tient bon, et elle reçoit le soutien du fondateur de la société, Marc Etienne, qui s'oppose à son tour fermement au projet. Ce qui, soit dit en passant, n'est pas si fréquent dans la vie des affaires. Car le projet est ainsi monté que, contrôlant encore 30 % du capital de l'entreprise, il pourrait lui aussi réaliser une formidable culbute, en empochant pas loin de 35 millions d'euros de dividendes. Inespéré, non ? Quel patron refuserait, en période de crise économique, d'empocher un tel montant ?

Pour Marc Etienne, c'est hors de question, et il s'indigne encore qu'on ait pu inventer un tel projet. « *Je ne peux tout de même pas faire bosser des gens à 1 500 euros par mois et me prendre un chèque pareil !* », raconte-t-il à Mediapart.

Selon de très bonnes sources, les trois fonds sont alors furieux et somment Cécile Sanz de leur faire une proposition alternative. Peine perdue ! Cherchant une issue qui puisse satisfaire les fonds, le management travaille à une solution de rachat de l'entreprise, mais l'offre qu'il est capable de faire est jugée décidément trop faible par les trois fonds d'investissement.

Au terme de longs allers et retours, c'est finalement le coup de massue imprévu ! Au beau milieu de la nuit du dimanche 1<sup>er</sup> au lundi 2 février, vers 0 h 30, les dirigeants des trois fonds adressent par mail à Cécile Sanz et Marc Etienne une convocation à une réunion du conseil de surveillance de Fenetria, qui doit se tenir le jour même, à 12 heures, à Paris. Ordre du

jour de la réunion : «*Révocation de M. Marc Etienne, en qualité de président de la société Fenetria (...); autorisation donnée au comité de surveillance de la société Financière FPEE de révoquer Mme Cécile Sanz, en qualité de président (sic !) de la société financière FPEE.* »

Quand il reçoit ce mail, Marc Etienne en tombe à la renverse. De passage à Saint-Malo, cette nuit-là, il n'a pas même le temps de rassembler ses affaires pour aller aussitôt à Paris. Il demande donc, comme Cécile Sanz, un report du conseil, d'au moins une journée. Mais les fonds, qui veulent toutes affaires cessantes installer une nouvelle direction pour mettre au point leur « *dividend recap* » ne souhaitent pas en entendre parler. À la hussarde, ils tiennent donc leur réunion et démettent de leurs fonctions les deux impertinents qui ont eu l'audace de se mettre en travers de leur lucratif projet. Et dans la foulée, ils installent un nouveau PDG, un dénommé Olivier de La Morinière.

Que vient donc faire cet Olivier de La Morinière dans cette galère ? Ancien PDG de **Fraikin**, un leader européen de la location de véhicules industriels, utilitaires et commerciaux, il a été, voici bientôt deux ans, brutalement évincé par l'actionnaire de l'entreprise, le fonds d'investissement britannique **CVC Partners**. Motif, le PDG refusait de faire ce que lui somrait son actionnaire, qu'il jugeait un tantinet trop rapace : creuser brutalement... l'endettement de l'entreprise. Monde impitoyable que celui du « *private equity* » : voici donc Olivier de La Morinière enrôlé à FPEE pour faire, sans trop de scrupules, ce qu'il avait refusé d'appliquer... dans son poste précédent !

## Aucune régulation! La loi de la jungle!



Mais de leurs bureaux parisiens, ce que les trois fonds apprécient sans doute mal, c'est que l'éviction brutale du fondateur et de la patronne de l'entreprise suscitent dans la Sarthe un traumatisme, d'abord auprès des salariés de l'entreprise, qui ignoraient tout de leurs appétits financiers, mais aussi auprès des clients de l'entreprise et des réseaux de distribution ou encore des élus locaux.

Le vendredi 6 février, la nouvelle fait ainsi la « manchette » du *Maine-Libre* et une page entière. Le journal régional y donne la parole à des salariés traumatisés mais aussi au maire de la localité, Brûlon, qui dit sa stupéfaction : « *Les salariés sont détruits !* »

Partout, l'indignation prend forme. Et dans la communauté de l'entreprise, des initiatives sont évoquées pour ramener les fonds d'investissement à la raison. D'après nos informations, François Pérol, patron de BPCE, et Laurent Mignon, patron de Natixis – les deux maisons mères de Naxicap –, ont même été saisis de la situation dramatique dans laquelle se trouve l'entreprise, du fait de ses actionnaires. Dans le réseau des distributeurs qui commercialisent les produits FPEE, notamment un réseau connu, **Art et fenêtres**, c'est aussi l'émotion : de nombreux responsables auraient décidé de faire front pour manifester leur solidarité à l'égard des dirigeants mis à pied de l'entreprise et des salariés. Des initiatives multiples étaient à l'étude, promettant un début de semaine agitée.

Deux de ces fonds au moins, Atria/Naxicap et Pragma, ont déjà dans un passé récent défrayé la chronique financière. Mediapart s'en était fait l'écho dans des articles qui avaient fait beaucoup de bruit dans le microcosme du « *private equity* ». Et si ces deux fonds avaient fait l'objet de controverses, c'est à cause de jongleries financières qu'ils avaient réalisées au détriment d'une société dénommée... FPEE !

Cette histoire que nous venons de retracer, nous en avons déjà raconté les premiers balbutiements, que l'on peut retrouver ici, dans ces différentes enquêtes :

- **Enquête dans la jungle des fonds d'investissement**
- **Fonds d'investissement : accord secret et mauvaises manières**
- **Lettre ouverte à Jean-Pierre Jouyet**
- **La stupéfiante (dé)régulation des fonds d'investissement français**
- **US, UK investors caught up in French private equity fund controversy**

Nous racontions dans quelles conditions Atria avait reclassé d'un premier fonds détenu par lui, dénommé APEF1, vers un autre fonds lui appartenant également, dénommé APEF3, ses parts dans FPEE. Or ce type d'opération de reclassement, qui peut générer une forte plus-value, n'est autorisée que si l'opération de rachat par le deuxième acquéreur ne se fait

pas à un prix excessif, qui puisse nuire à un actionnaire minoritaire de ce même fonds acquéreur. En quelque sorte, en association avec un investisseur tiers supposé indépendant, Atria s'est vendu à lui-même sa participation dans FPEE, et c'est cette opération qui est à l'origine de la première plus-value du fonds dont nous parlions tout à l'heure, Atria apportant 12 millions d'euros en 2003, lors de son entrée dans FPEE, et sortant du capital en 2010 avec 60 millions en poche.

Or, un fonds dénommé **Massena**, détenant des parts dans le fonds APEF3, avait précisément fait grief à Atria de se vendre à lui-même à un prix trop élevé l'actif qu'il détenait dans APEF1 et de réaliser ainsi une considérable plus-value, en partie sur le dos des actionnaires minoritaires de APEF3. Atria avait répliqué à ces critiques, faisant valoir que la loi autorise ce genre d'opération à la condition qu'un investisseur tiers indépendant participe au rachat de l'actif. De la sorte, cela donne l'assurance que l'opération ne se fait pas à un prix surévalué. Ce qui était précisément la procédure qu'avait choisie Atria.

Mediapart a révélé à l'époque l'entourloupe : l'investisseur tiers qui avait participé au rachat des parts de FPEE aux côtés du fonds APEF3, et supposé garantir la sincérité du prix détenu par Atria, avait été secrètement intéressé au « *carried interest* » obtenu par le fonds vendeur APEF1, détenu par Atria. Le « *carried interest* », c'est le mode de rémunération des sociétés de gestion qui s'occupent des avoirs financiers que des investisseurs leur confient pour investir dans des PME. En règle générale, le « *carried interest* » est équivalent à près de 20 % des plus-values que les sociétés de gestion font réaliser aux investisseurs qui leur font confiance.

L'entourloupe avait révélé au grand jour l'absence totale de régulation encadrant l'activité des sociétés de gestion. L'autorité des marchés financiers (AMF) a en effet délégué à l'Association française des investisseurs pour la croissance (AFIC – l'association qui regroupe les professionnels du secteur) le soin de s'autoréguler. Résultat : dans un premier temps, c'est la société de gestion qui avait dénoncé les turpitudes

de ses homologues, Massena, qui avait été sanctionnée par l'Afic, au motif qu'elle aurait donné de la publicité à l'affaire. La loi du milieu en quelque sorte.

Or, quel est l'investisseur tiers qui avait épaulé Atria dans le rachat de FPEE et qui était supposé garantir la sincérité du prix ? Nous y voilà : c'est Pragma, qui avec beaucoup de retard a été traduit devant la commission de discipline de l'Afic. Le même Pragma que l'on retrouve aujourd'hui dans cette affaire de « *dividend recap* ».

Les jongleries financières actuelles autour de FPEE ne sont donc que le prolongement de celles que nous avons révélées en 2011. Pour la petite histoire, les avocats qui avaient défendu le fonds Massena, victime des agissements d'Atria et de Pragma, M<sup>e</sup> Jean-Pierre Versini-Campinchi et M<sup>e</sup> Alexandre Merveille, sont aujourd'hui les conseils de... Cécile Sanz et Marc Ettienne.

Du début de l'histoire jusqu'à sa fin, rien n'a donc changé. Pourquoi Atria, passé dans l'intervalle sous l'orbite de Natixis, et Pragma se comporteraient-ils

différemment, puisque le gendarme des marchés est totalement déficient ? Et pourquoi se montreraient-ils plus respectueux des logiques industrielles, si leurs actionnaires ne les rappellent pas à l'ordre ? Nous avons posé la question à Laurent Mignon, le patron de Natixis, et à François Pérol, le patron de la maison mère, BPCE. Ils nous ont fait savoir que seuls les fonds de gestion seraient habilités à répondre à nos questions ; lesquels fonds n'ont pas souhaité nous répondre (on peut lire sous l'onglet « Prolonger » associé à cet article les questions que nous avons posées à ces différents acteurs de l'histoire).

Pour l'heure, nul n'a donc jugé utile de rappeler les trois fonds d'investissement à l'ordre. Ils ne connaissent donc toujours qu'une seule loi : la loi de la jungle. Question : qu'en pense le ministre de l'économie Emmanuel Macron qui, pour avoir été associé gérant de la banque Rothschild, connaît les abus fréquents dans ce milieu ?

**Directeur de la publication** : Edwy Plenel

**Directeur éditorial** : François Bonnet

**Le journal MEDIAPART est édité par la Société Editrice de Mediapart (SAS).**

Durée de la société : quatre-vingt-dix-neuf ans à compter du 24 octobre 2007.

Capital social : 32 137,60€.

Immatriculée sous le numéro 500 631 932 RCS PARIS. Numéro de Commission paritaire des publications et agences de presse : 1214Y90071.

Conseil d'administration : François Bonnet, Michel Broué, Gérard Cicurel, Laurent Mauduit, Edwy Plenel (Président), Marie-Hélène Smiéjan, Thierry Wilhelm. Actionnaires directs et indirects : Godefroy Beauvallet, François Bonnet, Gérard Desportes, Laurent Mauduit, Edwy Plenel, Marie-Hélène Smiéjan ; Laurent Chemla, F. Vitrani ; Société Ecofinance, Société Doxa, Société des Amis de Mediapart.

Rédaction et administration : 8 passage Brulon 75012 Paris

**Courriel** : contact@mediapart.fr

**Téléphone** : + 33 (0) 1 44 68 99 08

**Télécopie** : + 33 (0) 1 44 68 01 90

**Propriétaire, éditeur, imprimeur et prestataire des services proposés** : la Société Editrice de Mediapart, Société par actions simplifiée au capital de 32 137,60€, immatriculée sous le numéro 500 631 932 RCS PARIS, dont le siège social est situé au 8 passage Brulon, 75012 Paris.

Abonnement : pour toute information, question ou conseil, le service abonné de Mediapart peut être contacté par courriel à l'adresse : serviceabonnement@mediapart.fr. Vous pouvez également adresser vos courriers à Société Editrice de Mediapart, 8 passage Brulon, 75012 Paris.