

## Quel avenir pour les LBO ?

**Dans l'euphorie qui a saisi les marchés financiers et s'est traduite par la bulle que l'on sait, les LBO ont été l'objet d'un emballement frénétique : les financiers y avaient trouvé l'une des meilleures martingales, et les industriels une manière efficace de réveiller les entreprises endormies. Après l'éclatement de la bulle, les LBO ont-ils encore un avenir ? Non, dit souvent la presse, pour qui « la fête est finie ». Si, estiment Guillaume Appéré et François Rosenfeld, mais à condition de les considérer comme des « ateliers de réparation du capitalisme ».**



Si le concept de « moralisation du capitalisme » est de nouveau en vogue depuis quelques semaines, il faut y voir une réaction à la crise survenue après une véritable euphorie financière qui s'est manifestée sur quasiment tous les marchés. Parmi les secteurs où l'emballement a été le plus frénétique, et les résultats les plus impressionnants, le LBO était probablement celui qui rassemblait tous les suffrages. Le *Leveraged Buy-Out*, ou rachat par effet de levier, désigne une opération définie comme « l'achat d'une entreprise saine financé partiellement par des emprunts dans le cadre d'un schéma [...] où les dirigeants repreneurs sont associés à des investisseurs financiers en vue de réaliser ensemble une plus-value à moyen terme ». Cet engouement passé et la possibilité de recourir au crédit plus incertaine jour après jour, que retenir en pratique de ce mécanisme qui concerne encore près d'un million d'emplois en France ? Dans notre mémoire de fin d'études du Corps des Mines<sup>1</sup>, nous nous sommes attachés à en explorer les caractéristiques, en pleine période de transition entre l'euphorie et la crise, par le biais d'études de cas et d'entretiens avec les principaux acteurs du secteur en France, au Royaume-Uni et aux Etats-Unis. L'exemple fictif mais non irréaliste de Blanche Neige SA que nous avons bâti permet de mieux saisir la nature de ces opérations.

### La merveilleuse histoire de Blanche Neige

Le groupe Snow White International (SWI) produit et distribue des pièces mécaniques. Ces deux activités sont séparées dans deux filiales :

- Blanche Neige SA produit des pièces détachées, vendues ensuite dans les magasins du groupe ainsi qu'à d'autres distributeurs ;

- Etoile Noire SA distribue les pièces produites par Blanche Neige, ainsi que d'autres achetées auprès de fournisseurs extérieurs, dans sa chaîne de revendeurs.

Depuis plusieurs trimestres, les analystes financiers qui suivent le cours de Bourse du groupe SWI s'interrogent sur l'avenir de Blanche Neige. Pour quelles raisons SWI devrait-il conserver son activité de production qui représente une part minime de son chiffre d'affaires (15 %) et dont la marge est bien inférieure à celle de l'activité de distribution ? Il serait plus judicieux, et plus lisible pour les investisseurs, de se séparer de Blanche Neige pour devenir un *pure player* de la distribution de pièces détachées...

Dans le groupe, si certains considèrent l'unité de SWI comme garante d'une bonne rentabilité d'ensemble sur le long terme, le directeur financier a obtenu gain de cause auprès du directeur général : l'action est sous-valorisée par les analystes qui peinent à comprendre l'activité de production, il faut donc vendre Blanche Neige.

### L'entrée en scène des banquiers d'affaires : la vente aux enchères

La banque d'affaires Brother & Sister, mandatée pour l'opération, se tourne alors vers quelques acheteurs potentiels : des sociétés industrielles du même secteur que SWI et des fonds d'investissement spécialisés en LBO. Brother & Sister doit également réunir plusieurs banques qui proposeront aux impétrants un financement « clés en main », afin de permettre à ces derniers d'estimer le montant et les conditions de la dette utilisable pour financer l'opération.

Après un premier tour de sélection, seules quelques équipes d'investisseurs peuvent rencontrer le management de Blanche Neige, et réaliser leurs *due diligence*<sup>2</sup>, avant de remettre leurs enchères définitives. Au vu du prix proposé, des projets et des conditions d'intéressement des dirigeants, c'est finalement le fonds LCR (LBO Company Restricted) qui l'emporte.

### **A la racine du LBO : l'acquisition par une holding endettée**

Afin d'acquérir Blanche Neige, le fonds LCR crée une holding dédiée, la société d'acquisition de Blanche Neige SABN (pourvue d'un capital initial de 100, fourni à 98% par le fonds et à 2% par les managers de Blanche Neige). Le prix total de l'acquisition étant de 500, le complément sera fourni par la dette que la holding va contracter auprès du groupe bancaire réuni par Brother & Sister : la finalisation de l'opération, ou *closing*, peut enfin avoir lieu. La holding d'acquisition SABN paye les 500 à SWI et récupère l'intégralité des titres de Blanche Neige, qui viennent nantir le prêt d'acquisition : en cas de défaillance de la holding, les banquiers se retrouveront alors en possession de Blanche Neige. C'est la constitution de la holding qui crée l'effet de levier : d'une part, en utilisant une dette au taux d'intérêt très inférieur à la rentabilité attendue de l'opération, le fonds démultiplie sa performance. D'autre part, en optant pour l'intégration fiscale entre Blanche Neige et la holding d'acquisition, les profits imposables de Blanche Neige sont diminués du montant des intérêts de la dette d'acquisition !

### **Réveiller la belle endormie**

L'endettement du groupe n'est que le début d'un processus plus général de « mise sous tension », qui va caractériser la gestion opérationnelle de l'entreprise pendant la durée du LBO. C'est tout d'abord la gestion de l'argent qui est profondément modifiée : le LBO est en effet avant tout une optimisation du mode de financement de l'entreprise, qui implique un dégageant de *cash* accru. Blanche Neige s'engage ainsi dans un *sale and leaseback* : elle vend tout son immobilier qu'elle reprend immédiatement en location, en ayant dégagé au passage de larges plus-values. Plus généralement, c'est la vie de l'entreprise qui change, sous la direction redynamisée des managers devenus actionnaires : une nouvelle ligne de produits complémentaires est créée, le besoin en fonds de roulement est réduit, autant de chantiers de création de valeur qui contribuent à « réveiller la belle endormie ».

### **Après l'effort, la plus-value...**

Trois ans plus tard, le fonds LCR décide de vendre son investissement dans Blanche Neige. A la faveur d'un marché dynamique, la marge a progressé, et le secteur a le vent en poupe : l'EBITDA<sup>3</sup> de Blanche Neige SA est passé de 50 à près de 70 en trois ans. En conséquence, alors que Blanche Neige était évaluée 10 fois son EBITDA à l'origine, elle en vaut désormais autour de 11 fois<sup>4</sup>. Ainsi, la valeur de la société, achetée 500 initialement, est-elle désormais de 765. Mais la holding reste endettée à hauteur de 295 : la vente rapportera donc uniquement 470... pour une mise de départ de 100 ! Globalement, l'opération rapporte un TRI brut de 67%, nettement supérieur aux performances moyennes des marchés financiers ces dernières années. La majeure partie de la plus-value revient naturellement aux investisseurs, mais leur TRI est le plus faible. En effet, au regard de leur investissement très bas, les associés du fonds ainsi que les managers de la société

réalisent, eux, une performance exceptionnelle : respectivement plus de 10 et 20 fois la mise initiale, par le jeu de mécanismes d'intéressement extrêmement complexes et incitatifs.

### **Les recettes du LBO**

Quelles sont donc les « recettes cachées » du LBO, et pourquoi ces bonnes pratiques de gestion, peu révolutionnaires au demeurant, sont-elles l'apanage des entreprises gérées par des fonds d'investissement ? Pour beaucoup, les exigences réglementaires qui s'appliquent à tout groupe coté peuvent avoir pour effet de détourner le dirigeant de ses occupations productives, pourtant prioritaires du point de vue de la « création de valeur ». Ensuite, le concept même d'effet de levier financier ne peut pas être appliqué avec autant de puissance au sein d'un grand groupe que dans une entreprise indépendante. Enfin, le jugement qui s'exerce sur un groupe coté par la communauté financière – lequel a bien sûr une influence sur son cours de Bourse – repose plutôt sur le niveau de sa rentabilité économique que sur celui de sa rentabilité financière.

### **Actionnaires et dirigeants sous LBO : hyper-alignement...**

Le rôle joué par les dirigeants des entreprises cibles est aussi un facteur déterminant de différenciation entre le monde du LBO et celui des groupes cotés. Dans les cas fréquents où l'opération concerne une filiale d'un tel groupe, force est de constater que les managers vivent cette transformation comme une délivrance.

La division dont ils ont la charge fait souvent partie de ces entités « orphelines », périphériques ou au poids comptable négligeable dans un bilan consolidé. De surcroît, les critères sur lesquels ils sont jugés, au mieux leur paraissent difficiles à appréhender, au pire leur semblent très faiblement dépendants de la qualité de leur gestion quotidienne (comme le cours de Bourse). Avec l'arrivée d'un fonds d'investissement à leur capital, leur activité relève mécaniquement du « cœur de métier » de l'actionnaire, et les critères de jugement gagnent en lisibilité : l'essentiel est de dégager du *cash* pour assurer le service de la dette d'acquisition.

En outre, et c'est là la clé de voûte du LBO, le fonds investit dans l'entreprise qu'il rachète au côté de ses principaux managers. Le *management package*, qui encadre cette prise de participation, comprend un investissement en capital et des mécanismes optionnels, qui ne sont activés qu'une fois que les indicateurs suivis par le fonds ont atteint un certain seuil, ce qui en renforce le caractère incitatif : de tels contrats sont volontairement très avantageux pour les managers qui les souscrivent. Au plan opérationnel, ces investissements, que les dirigeants réalisent en puisant dans leurs deniers personnels, modifient radicalement la relation qui les unit à leur entreprise et à ses actionnaires. C'est ce qui fait du LBO un *reset* qui transforme des cadres intermédiaires en financiers, soucieux de tout mettre en œuvre pour que les ratios opérationnels surveillés par leurs actionnaires et leurs banquiers ne franchissent jamais la ligne rouge contractuellement définie. Voilà comment s'opère « l'hyper-alignement » des intérêts entre actionnaires et dirigeants d'entreprises sous LBO.

### **... ou casino géant ?**

Il reste que ces *management packages*, indépendamment de leurs vertus en tant qu'outils de gestion, sont au cœur de la

# « Actionnaires et dirigeants sous LBO : hyper-alignement... ou casino géant ? »

controverse qui entoure les opérations de LBO, pour au moins trois raisons :

1. Ces avantages sont le plus souvent réservés à une poignée de dirigeants. Il reste à trouver les techniques à appliquer pour prendre acte du rôle joué par tous les salariés dans la bonne marche des entreprises en question, tout en assurant la protection dont ces investisseurs d'un profil nouveau devraient bénéficier le cas échéant.
2. Les dirigeants qui négocient la cession de leur entité à un fonds au côté duquel ils investiront ont, dans l'opération, la double qualité de vendeurs et d'acquéreurs. Il s'est ainsi présenté des cas de cessions opérées à des prix sous-évalués, en partie en raison des perspectives conservatrices que les managers ont présentées aux futurs investisseurs.
3. Enfin, le montage peut conduire à l'enrichissement massif d'un petit nombre, sans que cela n'ait automatiquement de lien direct avec l'intérêt social des entités concernées. Les LBO ne seraient-ils qu'un « casino géant », pour reprendre cette expression vieille de vingt ans que l'on doit à Felix Rohatyn, célèbre ancien banquier d'affaires américain ?

Les praticiens s'en défendent, qui soulignent d'une part que les opérations les plus lucratives ne viennent que récompenser les fonds les plus avisés et les meilleurs managers, d'autre part qu'il faut voir dans ces sommes la rémunération de la prise de risques intrinsèquement associée à l'investissement en *private equity*.

Or, les études académiques démontrent toutes que les données ne permettent pas, en moyenne, de parler de surperformance du *private equity* par rapport aux marchés cotés. Toutes s'accordent également à considérer que les commissions perçues par les fonds sont un élément déterminant de cette conclusion presque surprenante. Quant au risque pris par les différents investisseurs, il existe certes, mais les statistiques d'échec, au moins en conjoncture normale, restent très faibles. Un fonds qui utiliserait habilement la conjoncture pourrait ainsi profiter momentanément d'une sorte d'enrichissement sans cause. L'image caricaturale mais non invraisemblable « d'argent facile » a d'autant plus choqué qu'elle provient en partie de l'utilisation habile de mécanismes fiscaux. Même si l'analyse de l'impact des LBO sur les recettes du Trésor est très complexe, il reste que la rentabilité de tout investissement de

ce type tire profit de la déductibilité fiscale illimitée des intérêts de la dette d'acquisition.

Autre pomme de discorde : les rémunérations qu'offre le « casino géant » seraient parfois obtenues au détriment de la bonne santé, à long terme, des entreprises concernées. En effet, lorsque la conjoncture économique se dégrade et que l'on s'éloigne du *business plan*, l'histoire se complique. Si une entreprise sous LBO est *a priori* une entreprise comme les autres, la « mise sous tension » l'a conduite à se débarrasser de ses réserves, qui auraient pu lui permettre d'affronter avec plus de sérénité le retournement de conjoncture. Les chocs exogènes ont donc une conséquence quasi immédiate sur sa marche pratique, et sur son précieux *cash flow*, comme on le réalise actuellement<sup>5</sup>. Enfin, et surtout, la dette d'acquisition exige le paiement des intérêts et du capital : au moindre écart, l'entreprise se retrouve soumise à ses banquiers, qui peuvent exiger le remboursement immédiat de la dette... L'effet de levier se transforme alors, comme aujourd'hui, en effet massue !

### Le gestionnaire de fonds, entre trader d'entreprises et actionnaire actif

La nature de cette mutation, lorsqu'elle se produit, ne doit rien au hasard (le contexte actuel, qui dépasse de très loin les seuls LBO, a considérablement multiplié son intensité) ; c'est la marque du caractère cyclique du LBO. En phase ascendante, le succès attire les investisseurs, les prix d'acquisition augmentent et les rendements se tassent. Les investisseurs se détournent alors du produit, les entreprises concernées connaissent des turbulences dues à la conjonction d'une dette trop lourde et d'une conjoncture moins optimiste que prévue. Dès que les prix ont ensuite rebaisé, le cycle théorique peut recommencer.

Mais tous les fonds ne sont pas logés à la même enseigne. Une étude récente du BCG<sup>6</sup> a en effet mis en évidence une spécificité essentielle de ce marché : les meilleures équipes restent systématiquement les meilleures, et les médiocres ne décollent jamais. Il semble donc qu'il existe un profil de gestion qui assure, dans le temps, une surperformance durable à certains gestionnaires. A la lumière de notre étude, deux idéaux-types d'investisseurs semblent en effet se différencier<sup>7</sup> :

- une première catégorie se préoccupe principalement de réaliser un grand nombre d'opérations en tablant sur l'effet de



levier financier en période d'euphorie. La création de valeur est donc surtout financière et exogène, et les fonds dont c'est le métier sont ainsi plus des *traders* d'entreprises que de véritables actionnaires actifs ;

- une deuxième catégorie d'investisseurs cible de manière précise quelques entreprises judicieusement choisies pour leur potentiel d'amélioration et leur robustesse face au contexte économique général. La création de valeur est dans ce cas plutôt endogène, résultat de travaux poussés menés dans différents domaines par les dirigeants de l'entreprise sous la houlette de l'équipe de gestion du fonds.

La place accordée aux managers dans le déroulement de l'opération est un autre élément de différenciation de ces deux profils types. Avec la première approche, ce ne sont pas les équipes des fonds qui ont la haute main sur la marche des affaires des cibles ; leurs dirigeants jouent un rôle absolument incontournable. Dans la seconde approche, les excès en matière de gratification des managers sont moins probables. Dans la droite ligne de cette logique, plusieurs patrons de fonds conçoivent ainsi leur rôle comme celui d'un chasseur de têtes ; ils n'hésitent pas, lorsqu'ils l'estiment nécessaire, à se séparer des managers de leurs cibles, y compris en cours d'investissement : il s'agit là d'une option que le cabinet McKinsey a même érigée en « bonne pratique » du LBO.

### L'impact social des LBO : quelle réalité ?

Au-delà du cas particulier des managers, l'impact social des LBO fait l'objet de bien des débats et aussi, selon nous, de quelques maladresses de communication. La première « étude » sur la question remonte à 1989, quand Deloitte, missionné par le fonds américain KKR, conclut que les entreprises de son portefeuille s'étaient considérablement développées depuis sa prise de participation, notamment sur le plan de l'emploi. En France, une étude annuelle de l'AFIC a pour thème « l'impact économique et social du LBO » : aux mêmes questions que celles posées par Deloitte en 1989 aux entreprises contrôlées par KKR, elle apporte, en substance, les mêmes réponses.

Pourtant, les travaux académiques les plus fouillés ne confirment ni la position des associations professionnelles selon lesquelles les LBO créent davantage d'emplois que leurs homologues « classiques », ni celle d'organisations syndicales qui dénoncent la « casse sociale des LBO ». La dernière d'entre elles<sup>8</sup>, qui a porté sur l'ensemble des LBO aux USA entre 1980 et 2005, nous apprend ainsi que :

- d'une part, l'emploi croît moins vite (d'environ 10%) sous LBO que dans des établissements standard ;
- mais que, dans le même temps, à l'échelle des sociétés rachetées sous LBO, on observe plus de créations de nouveaux emplois et plus de rachats d'entreprises que dans des sociétés équivalentes qui ne sont pas sous LBO.

### Du bon usage des LBO

Il nous semble ainsi nécessaire de reconsidérer les éléments qui caractérisent effectivement les LBO : ces montages peuvent être un facteur de dynamisation et de rénovation du capitalisme français ; ils contribuent aussi au renforcement et à la croissance des PME du pays. Les LBO ont en effet permis l'émergence d'une nouvelle classe de capitalistes, les managers investisseurs principalement, qui en l'absence de ces opérations n'auraient pas accédé aussi rapidement au statut d'actionnaires significatifs. Ils offrent en outre une porte de sortie au propriétaire de PME qui souhaiterait passer la main, ouvrant la voie à un renouvellement des structures familiales de l'actionnariat des petites entreprises.

Le LBO est donc, par nature, un mécanisme transitoire pour une entreprise donnée, ce dont les fonds de *private equity* ont quelque réticence à prendre acte. Trois raisons expliquent pour nous cette posture : accepter cette dimension transitoire

reviendrait à reconnaître quelque crédit à ceux qui dénoncent le court-termisme des financiers ; cela pourrait susciter le doute sur la pérennité de la profession ; enfin, cela suggérerait que les LBO multiples sont plutôt le fait d'équipes proches du premier profil de notre classification simplifiée (les investisseurs à vocation financière).

Les fonds pionniers du LBO acceptent, eux, d'être considérés comme des adaptateurs des économies dans lesquelles ils investissent. Revendiquant leur rôle « d'atelier de réparation du capitalisme », ils montrent une faible appétence pour les LBO multiples, et au contraire une nette préférence pour les LBO primaires portant sur des filiales de grands groupes. Manifestement bien plus proches de notre second profil (les investisseurs « entrepreneurs »), ce sont eux qui sont parvenus jusqu'ici à toujours obtenir les meilleurs résultats, y compris en période de crise.

Il faut voir le LBO comme un outil de valorisation d'entreprises qui sont gérées d'une façon sous-optimale ou qui recèlent des gisements de profitabilité inexploités. C'est certes un effort intense voire un jeu de stress pour ceux qui le vivent mais, prescrit au bon moment, il peut se révéler un traitement bénéfique au développement d'une entreprise. Plus qu'aux effets secondaires de ce traitement, les dérives parfois observées nous semblent s'apparenter à un défaut de posologie. Dans les jeux de hasard aussi, une fois identifiée une martingale couronnée de succès, beaucoup sont tentés de l'exploiter à outrance au risque de la dénaturer.

Guillaume Appéré et François Rosenfeld,  
*ingénieurs des mines*

### NOTE

<sup>1</sup> G. Appéré et F. Rosenfeld, *Du bon usage des LBO*, Mémoire de fin d'études du Corps des Mines, juillet 2008.

<sup>2</sup> *Due diligence* : enquête approfondie de la société sur tous les plans (légal, financier et comptable, social, environnemental, etc.).

<sup>3</sup> EBITDA : *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*. Cette notion comptable anglo-saxonne correspond environ à l'excédent brut d'exploitation français, ou EBE. Il s'agit du résultat avant impôts, amortissements, et frais financiers.

<sup>4</sup> L'une des méthodes couramment utilisées pour valoriser les sociétés consiste à appliquer à leur EBITDA un coefficient multiplicateur ou « multiple d'EBITDA », obtenu par observation des transactions sur le marché et des valorisations constatées pour les groupes cotés en Bourse. Valeur d'entreprise = Multiple x EBITDA.

<sup>5</sup> D'après la COFACE (*Le Monde* du 08/11/08), 900 entreprises seraient sous « haute surveillance » parmi les 1600 LBO français.

<sup>6</sup> H. Meerkatt et al., *The advantage of persistence*, February 2008.

<sup>7</sup> La principale raison d'être de cette classification simplifiée est de fournir une grille d'analyse schématique des comportements des investisseurs, et non de résumer la palette de leurs profils en un diptyque par nature réducteur.

<sup>8</sup> S. Davis et al., *Private equity and employment*, The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008.

La *Gazette de la Société et des Techniques* a pour ambition de faire connaître des travaux qui peuvent éclairer l'opinion, sans prendre parti dans les débats politiques et sans être l'expression d'un point de vue officiel. Elle est diffusée par abonnements gratuits. Vous pouvez en demander des exemplaires ou suggérer des noms de personnes que vous estimez bon d'abonner.

Vous pouvez consulter tous les numéros sur le web à l'adresse :  
<http://www.annales.org/gazette.html>

### RENSEIGNEMENTS ADMINISTRATIFS Dépôt légal novembre 2008

#### *La Gazette de la Société et des techniques*

est éditée par les *Annales des mines*,  
120, rue de Bercy - télédéc 797 - 75012 Paris  
<http://www.annales.org/gazette.html>  
Tél. : 01 42 79 40 84  
Fax : 01 43 21 56 84 - mél : [mberry@paris.ensmp.fr](mailto:mberry@paris.ensmp.fr)  
N° ISSN 1621-2231.

**Directeur de la publication** : Claude Gaillard

**Rédacteur en chef** : Michel Berry

**Réalisation** : PAO - DPAEP - 4 B

**Illustrations** : Véronique Deiss

**Impression** : Royer

