

Buy and build : un tremplin pour la croissance externe

Le buy and build est une stratégie d'acquisition destinée à se doter d'une plate-forme de croissance externe. Bien conçue, elle peut s'avérer un vecteur de création de valeur.

L'EXPRESSION BUY AND BUILD est devenue, ces dernières années, un cliché dans les milieux du capital-investissement, et a été régulièrement utilisée comme excuse pour justifier les prix élevés payés pour certaines entreprises, dans la mesure où l'opération permettait de se doter d'une «plate-forme de croissance externe».

De plus, trop souvent, les acquisitions ultérieures n'aboutissent pas parce que les vendeurs potentiels ont des prétentions exorbitantes fondées sur les multiples consentis pour acheter la «plate-forme» ou parce que le prix initial de cette dernière résulte, pour l'acquéreur, en une structure financière pénalisante qui exclut tout projet d'acquisition.

Pourtant, comme stratégie d'investissement dans le secteur du capital-investissement, le *buy and build* a été utilisé avec succès depuis l'apparition des LBOs au début des années 1980. Bien conçu et correctement monté, il peut en effet s'avérer un formidable vecteur de création de valeur.

TROUVER LE BON MANAGER

Les professionnels du capital-investissement déplorent régulièrement le fait que si beaucoup d'entreprises se prêtent bien à une opération de *buy-out (def)*, rares sont les bonnes équipes de management capables de mener avec succès un *buy and build*. Une solu-

tion consiste à soutenir le management d'un investissement déjà répertorié comme bon lorsqu'il trouve une cible qui pourra ajouter encore de la valeur à l'investissement initial.

Cette approche a de nombreux attraits pour les acteurs du capital-investissement. Elle élimine certains des aléas inhérents à un rachat classique : l'équipe de management est un paramètre connu qui a déjà eu des résultats ; l'investissement d'origine a d'ores et déjà permis d'acquérir une bonne connaissance du secteur ; considéré comme un acheteur quasi-industriel, le capital-investisseur est mieux placé pour attirer toute l'at-

tention de la cible qu'un acquéreur financier jamais rencontré auparavant, qui n'a pas d'investissement dans ce secteur ni, naturellement, les histoires d'anciens combattants qui vont avec et impressionnent tant lors des présentations par le management ! En outre, un syndicat de banques est déjà en place, ce qui facilitera, la plupart du temps, le financement de l'acquisition.

Le principal risque encouru est qu'une mauvaise acquisition détruise un succès préexistant.

HERVÉ FRANC
Directeur général

Legal & General Ventures
Paris

MICHAEL O'DONNELL
Directeur

Legal & General Ventures
Londres

Stratégie n° 1 : la consolidation



La création de Young's Bluecrest en juillet 1999 est un exemple de consolidation, par la fusion de Bluecrest Seafood Limited et de Young's, l'activité produits de la mer surgelés de United Biscuits. L'opération a été montée comme une *joint venture*, les fonds conseillés par LGV et United Biscuits ayant pris chacun 44 % du capital de la nouvelle entreprise fusionnée.

Cette fusion a permis de réduire de près de moitié le fonds de roulement du groupe, de rationaliser les usines sans réduire la production et de réduire les frais généraux. Cela a permis de dégager des capitaux suffisants pour investir dans le développement de la marque Young's, par le biais d'une campagne de publicité de 5 millions de livres sterling. Il est intéressant de noter que, dans ce cas, les deux entreprises étaient des leaders catégoriels : il est essentiel de s'assurer que la plate-forme avec laquelle vous désirez mener une consolidation a une échelle suffisante pour atteindre ce but.

Stratégie n° 2 : le Build-up

Un exemple de build-up est le MBO de Santé Finance, groupe français de cliniques privées, monté fin 1997.

Vers le milieu des années 1990, le marché français de l'hospitalisation privée était très fragmenté, avec près de 1 000 cliniques privées, dont 80 % étaient des entreprises familiales. Généralement mal gérées, en perte ou faiblement bénéficiaires, elles étaient en outre lourdement endettées et sous-investies. En même temps, les autorités françaises de la Santé avaient décidé de mettre en place des règles strictes afin de réduire le nombre de lits dans le privé et de renfor-

cer les normes (et par conséquent, les dépenses d'investissement) sur la base desquelles elles renouvellent les autorisations d'exploiter. Dans ce contexte, l'équipe de management de Santé Finance avait un historique de rachats de cliniques peu performantes qu'elle avait retournées grâce à l'optimisation du mix des spécialités et à des réductions de coûts. Lors de sa reprise, le chiffre d'affaires du groupe s'élevait à 220 millions de francs, avec un bénéfice d'exploitation représentant 10 % du CA. Comme une stratégie de build-up avait été envisagée dès le début, la structure d'endettement pré-

voyait d'autres tirages pour des acquisitions ultérieures. Trois cliniques furent rachetées en 10 mois, ces investissements ayant été financés par une combinaison de dette et de fonds propres. Il est essentiel que l'investisseur comme les banques aient une approche souple du financement des acquisitions : il ne sert à rien d'initier une stratégie de *buy and build* si l'on n'a pas la puissance de feu nécessaire pour financer le *build*. Si l'investisseur sent qu'il aura du mal à faire sa part du financement nécessaire aux acquisitions, il est préférable qu'il s'associe dès le départ avec un partenaire.

Finalement, le groupe a été vendu en mars 2001 à Universal Health Services, le numéro 3 du secteur aux Etats-Unis, associé également au management. Santé Finance, quatrième groupe français de cliniques privées, avec un chiffre d'affaires porté à plus de 500 millions de francs, soit plus du double qu'à l'origine, et une forte profitabilité, a intéressé plusieurs acteurs étrangers en recherche d'une plateforme de croissance sur le continent. Le multiple d'EBIT obtenu a été plus élevé que ceux de l'acquisition initiale et des trois acquisitions ultérieures.

DES TACTIQUES VARIÉES

Les stratégies d'acquisition soutenues par les *buy and build* peuvent être de natures très diverses.

- Les consolidations découlent d'un besoin de rationalisation dans un secteur d'activité, généralement horizontal, mais qui peut aussi être vertical. Ces stratégies sont pertinentes quand un marché est mature ou cyclique, avec des possibilités limitées de développement du chiffre d'affaires, ou dans les cas où les barrières à l'entrée sont relativement faibles. Les secteurs de l'industrie chimique, de l'agroalimentaire et du packaging ont produit plusieurs candidats à cette stratégie. Ces transactions se déroulent souvent

dans un climat de déclin des bénéfices ou de malaise général du secteur (*encadré 1*).

- Les *build-up* impliquent une série d'acquisitions qui ne sont pas, individuellement, de gros investissements par rapport à l'activité d'origine, mais qui, ensemble, en modifient substantiellement la taille ou les domaines d'intervention (*encadré 2*).

Pour les capitaux-investisseurs, les *build-up* sont attirants parce que chaque acquisition fait courir des risques limités à l'ensemble de l'investissement. Mais cette stratégie nécessite de la patience, une

qualité rare par les temps qui courent. D'autre part, l'investisseur doit veiller à ce que le management ne passe pas trop de temps à courir après de nouvelles acquisitions s'il n'y a pas de signes suggérant un réel potentiel.

- La stratégie du maillon manquant suppose le renforcement d'un investissement existant par l'acquisition d'une entreprise qui complètera sa gamme de produits ou sa couverture territoriale (*encadré 3*).

- L'intégration est généralement poursuivie par un entrepreneur ambitieux qui désire développer le succès d'une activité existante en procédant à une série d'acquisitions de sociétés qu'il va totalement intégrer en leur imposant son modèle opérationnel. Ces opérations peuvent concerner des cibles de taille très variable,

“ Les build-up impliquent une série d'acquisitions qui, ensemble, modifient substantiellement la taille du groupe. ”

Stratégie n° 3 : le maillon manquant

Un exemple typique de ce cas de figure a été la fusion de Interdean et de Interconex. En juin 1999, Interdean, important groupe de déménagements internationaux de sociétés dont l'essentiel de l'activité était en Europe, est repris en *buy-out*. L'année suivante, Interdean achetait Interconex, société de taille comparable à celle d'Interdean, qui exerçait la même activité en Amérique du Nord et en Asie – des marchés où Interdean était mal implanté.

Cette acquisition a traduit le besoin du groupe de «suivre» la mondialisation de sa clientèle de grandes entreprises. Le groupe élargi est aujourd'hui la première entreprise mondiale de déménagements de sociétés, avec des bureaux dans les principaux marchés d'Europe, d'Asie et aux Etats-Unis, une position inégalée par ses concurrents

de l'acquisition majeure à la reprise au fil de l'eau, en fonction de la disponibilité des cibles entrant dans la stratégie (encadré 4).

C'est une stratégie intéressante pour la société d'investissement parce qu'elle cautionne un modèle

“ Le continent européen recèle de nombreuses possibilités de buy and build. ”

opérationnel existant. En revanche, il faut être attentif lorsque l'on franchit les frontières, dans la mesure où les goûts des clients, les cultures et les réglementations peuvent varier.

- Enfin, le rachat de type «sauvetage» n'est qu'opportuniste. Il se produit en général lorsqu'une entreprise reprend un concurrent en difficulté. Il peut parfois s'inscrire dans les stratégies de croissance externe que nous avons étudiées précédemment. Il est probable que ce type d'opération augmentera si le climat économique se dégrade.

LES PERSPECTIVES EUROPÉENNES

Le continent européen recèle de nombreuses possibilités de *buy and build*. De manière générale, le processus de consolidation qui touche de nombreux secteurs d'activités est moins avancé en

Europe continentale qu'il ne l'est en Grande-Bretagne. L'arrivée de l'euro va renforcer ces mouvements. Il existe de nombreuses entreprises de bonne taille et de grande notoriété sur le continent, aussi bien à capitaux familiaux, que filiales de grands groupes, qui n'ont qu'une présence locale ou régionale. Bon nombre de ces entreprises peuvent espérer un développement plus fructueux si les acquisitions sont encouragées

plutôt que seulement tolérées.

Une inquiétude liée à ce type de stratégie sur le continent réside dans les difficultés inhérentes à toute tentative de fusion dans des environnements de cultures, de langues et de nationalités différentes. Nous sommes du côté de ceux qui pensent que lorsque de telles opérations sont menées avec un soin extrême par de bonnes équipes financièrement motivées, ces obstacles ont tendance à s'estomper.

BUY AND BUILD AU QUOTIDIEN

Alors que les prix d'acquisition des entreprises continuent à augmenter, l'adoption de stratégies de croissance externe va devenir une nécessité et non plus une possibilité comme une autre pour les investisseurs en fonds propres. Il ne fait aucun doute que ces opérations seront génératrices de valeur si elles sont exécutées avec soin, et les possibilités seront nombreuses en Europe continentale. Le *buy and build* est irrémédiablement appelé à faire partie du langage quotidien des fonds d'investissement. ■

Stratégie n° 4 : l'intégration

En juillet 1999, LGV s'était associé à un prospère entrepreneur danois qui possédait la plus grande chaîne de distribution de pneus du Danemark, pour racheter au groupe de logistique Stinnes AG, la société Stinnes Reifendienst, un grossiste-distributeur de pneus allemand.

Bien que ce secteur soit relativement mature, il reste fortement fragmenté.

Stinnes était bien placé pour tirer avantage des possibilités de consolidation et la société représentait une solide plateforme pour une approche d'intégration. L'opération a été menée en trois mois avec l'acquisition et l'intégration d'une entreprise familiale de distribution de pneus comptant 160 succursales implantées dans le sud de l'Allemagne. Cela a permis d'éliminer

l'étiquette de grossiste, et la société a été rebaptisée Viborg Gruppen.

D'autres acquisitions stratégiques ont suivi, résultant en une entreprise à forte présence européenne, avec plus de 450 succursales en Allemagne, en Autriche, en Suisse et aux Pays-Bas. Le chiffre d'affaires de l'activité a doublé en moins de deux ans, atteignant plus de 1 milliard de DM.