

## Les opérations de LBO et la création de valeur

*Au sein du marché de la transmission d'entreprises, le LBO (Leverage-buy-out) est sans doute une des formes les plus attractives d'acquisition. Une méthode dont les montages sont de plus en plus sophistiqués.*

APPARU EN FRANCE DANS LES ANNÉES 1985, le LBO permet d'acheter une entreprise grâce à un endettement important qui sera remboursé à l'aide des résultats dégagés par la société reprise. Cette technique est devenue au fil du temps un métier à part entière qui permet à un nombre croissant d'entreprises de résoudre leurs problèmes de transmission, et à de nombreux dirigeants salariés de se transformer en entrepreneurs. Le marché des LBO a atteint en 2002 un niveau record en volume avec un montant de 4,5 milliards d'euros, alors qu'il représentait moins de 1 milliard d'euros avant 1999. Le climat favorable que connaît le marché des LBO, dans une conjoncture globalement difficile, semble être pour beaucoup dans l'essor de ce type d'opérations qui se sont structurées autour d'opérateurs plus pointus et adeptes des opérations de capital transmission. Il est vrai que les départements « financement d'acquisitions » des établissements financiers rivalisent ainsi de créativité pour les opérations financières et pour répondre aux attentes des fonds d'investissements. Grâce en particulier à la baisse des taux, l'offre d'instruments de financement s'est considérablement sophistiquée au cours des dernières années. Ainsi le marché des LBO paraît avoir atteint aujourd'hui une certaine maturité avec un professionnalisme accru permettant la réalisation de montages plus complexes et l'utilisation d'instruments plus sophistiqués. Par ailleurs les opérations de LBO mettent en scène une diversité d'intervenants et leurs conseils qui, malgré une approche différente du risque, restent néanmoins guidés par un objectif commun de maximisation du couple risque/rentabilité, pilier de base de l'optimisation. La multitude d'outils et de techniques complexes permet d'offrir à l'ensemble de ces acteurs les moyens de régler plus finement ce couple. Cette évolution technique trouve donc essentiellement son origine dans un souci de maîtrise des risques et de recherche

d'optimisation des montages. Parmi ces montages, deux des plus récents privilégient la création de valeur. Il s'agit de « *Buy and Build* » et de « *Leverage Build-Up* ».

### LE « BUY AND BUILD »

Les dirigeants fondateurs d'un fonds anglo-saxon considèrent et ont pu vérifier, qu'à terme, les meilleurs rendements étaient obtenus en appliquant une ingénierie financière prudente (le « *buy* ») et en mettant l'accent sur la croissance et l'amélioration du profit (le « *build* ») sur des cibles mûres et en partenariat avec le management.

Une telle démarche se démarque du LBO plus classique où le TRI dégagé ne peut avoir pour seule origine que le levier d'endettement. Il existe même des cas où le TRI peut rester honorable, alors qu'entre l'entrée et la sortie, la valorisation de la cible a en fait diminué, le levier pouvant parfois marquer la perte de valeur de l'entreprise. Le « *buy and build* » consiste alors à réhabiliter la fonction originelle du capital qui est la création de valeur.

Dès lors, cinq principes doivent guider l'investisseur dans cette approche :

**1. Savoir détecter** des cibles dont les aspects sont bons mais dont les propriétaires/actionnaires n'ont pas su investir le capital nécessaire.

En d'autres termes, une entreprise qui dort est susceptible d'offrir de réelles opportunités pour créer de la valeur par la croissance et l'amélioration de la rentabilité.

**2. Mettre en place** un management à la hauteur.

Le rôle de l'investisseur consiste à repérer les hommes déjà en place sur lesquels s'appuyer et à renforcer le management par de nouveaux éléments quitte à introduire l'homme clé.

Cette politique nécessite d'avoir constitué un groupe d'entrepreneurs très compétents, partageant la même philosophie d'investissement et de sortie, et disposés à co-investir en partenaire dans un projet d'entreprise ambitieux.

**3. Détecter et mesurer** les potentialités.

Les diligences préalables à l'acquisition doivent être orientées pour repérer ses points faibles et évaluer ses potentialités en relation étroite avec l'équipe de management. Peuvent ainsi constituer des potentialités, une meilleure couverture commerciale, un développement à l'export, une meilleure gestion, une opération de réengineering, une meilleure al-



EVELYNE  
BESSEAU

Administrateur  
de l'ADICECEI

Pour joindre l'ADICECEI  
adresse e-mail :  
<http://adicecei.com>



location de ressources, d'éventuelles opportunités de croissance externe. Les gisements de productivité et les différentes zones d'intervention identifiés doivent être mesurés de manière suffisamment précise en valeur et dans le temps car ils conditionneront la décision d'acquisition et le montage financier qui sera négocié.

**4. Participer** à la définition de la stratégie et à la détermination des objectifs assignés au management.

Outre sa participation classique comme mandataire social et membre d'un comité stratégique, le rôle de l'investisseur est d'aider le management à identifier les problèmes et les opportunités, à fixer des objectifs ambitieux au-delà de ceux qu'il se serait lui-même assignés et de l'encourager à les atteindre. L'investisseur doit également contribuer à la création de valeur en faisant profiter au maximum de ses propres expériences en tant que dirigeant et opérateur LBO, ainsi que de son réseau de relations qui constitue son fonds de commerce : portefeuille de participations, conseils, intermédiaires et toutes sources susceptibles de déboucher sur des opportunités d'investissement.

**5. Assister** l'entreprise dans ses acquisitions.

C'est sans doute le domaine dans lequel l'investisseur a le rôle le plus actif. Il s'agit de repérer les opportunités de croissance externe, d'évaluer la capacité de la cible initiale à intégrer l'acquisition projetée, de mener les négociations, d'opérer la transaction sur les plans juridique et financier en relation avec les conseils, et enfin de boucler les financements. En matière de *corporate finance*, l'art de l'investisseur « *buy and build* » est de concilier effet de levier d'acquisition et croissance. Son rôle consiste à maintenir une structure de financement optimum tout au long de la vie de l'investissement. Ceci est particulièrement important lorsque la croissance de l'entreprise passe par des acquisitions. L'ingénierie financière doit offrir de la souplesse et les financements bancaires seront appelés à être négociés dès la première acquisition, dans la mesure où une opération de ce type ne tire pas exclusivement son TRI du seul levier mais des opportunités de la cible. À cet égard, un LBO ayant donné lieu à plusieurs refinancements, non pas à l'occasion d'un rééchelonnement obligé de la dette initiale d'acquisition mais lors de nouvelles acquisitions, est un gage de performance. L'esprit d'un LBO dynamique implique d'intégrer cette souplesse dans les financements bancaires, notamment en matière

de remboursements anticipés. En définitive, dans une opération de type « *buy and build* », tout est orienté vers la création de valeur dans un processus où l'investisseur se trouve largement impliqué, dans le choix des hommes, des cibles, l'évaluation des opportunités, la motivation du management, les choix stratégiques, la conduite effective de la croissance externe, le maintien d'un équilibre optimum des financements et finalement la sortie. Mener une opération de « *buy and build* » revient à agir sur de multiples leviers en sus du simple levier d'endettement : celui de la croissance interne et externe, des gisements de productivité, des hommes, et finalement du multiple de sortie obtenu grâce à la valeur industrielle ainsi ajoutée à la cible initiale.

### LE « LEVERAGE BUILD-UP »

Ce nouveau sigle LBU renvoie à toute opération d'acquisition d'entreprise de taille moyenne faisant apparaître un effet de levier relativement modéré, en vue de mener une politique de croissance externe particulièrement active dans le même secteur. À terme, on assiste à la constitution d'une véritable plate-forme industrielle.

L'idée nouvelle est de réconcilier l'industriel et le financier. Entre capital développement et LBO, le LBU requiert de la part de l'investisseur un rôle particulièrement actif afin d'accompagner au mieux la croissance rapide de l'entreprise. Les managers gèrent la société tandis que les partenaires financiers bouclent les aspects techniques des acquisitions.

Alternative aux opérations à effet de levier plus classique, l'objet principal d'un LBU est bien une création de valeur supplémentaire pour les actionnaires.

Dans le cadre de la course à la taille des grands industriels, qui raisonnent à l'échelle mondiale, il existe en France un certain nombre d'opportunités pour procéder à des opérations de ce type. Elles permettent par ailleurs aux grands groupes de faire des opérations stratégiques dans des secteurs qui ne sont plus stratégiques pour eux.

Nous avons eu à plusieurs reprises l'occasion d'évoquer dans ces colonnes la problématique de la création de valeur. Nous avons vu, notamment, que l'information financière en la matière devenait de plus en plus riche chaque année dans les rapports annuels. Nous percevons là que celle-ci devient une motivation majeure de la vie des affaires, et que même des opérations financières de type LBO font porter les innovations en privilégiant ce critère. ■

“ Mener une opération de « *buy and build* » revient à agir sur de multiples leviers en sus du simple levier d'endettement. ”