

"Les Invités"

*organisée grâce aux parrains
de l'École de Paris :*

Air France
Algoé²
Alstom
ANRT
Areva²
Cabinet Regimbeau¹
CEA
Chaire "management de l'innovation"
de l'École polytechnique
Chaire "management multiculturel
et performances de l'entreprise"
(Renault-X-HEC)
Chambre de Commerce
et d'Industrie de Paris
Conseil Supérieur de l'Ordre
des Experts Comptables
Danone
Deloitte
École des mines de Paris
EDF
Entreprise & Personnel
ESCP Europe
Fondation Charles Léopold Mayer
pour le Progrès de l'Homme
France Telecom
FVA Management
Roger Godino
Groupe ESSEC
HRA Pharma
IDRH
IdVectoR¹
La Poste
Lafarge
Ministère de l'Industrie,
direction générale des Entreprises
Paris-Ile de France Capitale Economique
PSA Peugeot Citroën
Reims Management School
Renault
Saint-Gobain
Schneider Electric Industries
SNCF¹
Thales
Total
Ylios

¹ pour le séminaire
Ressources Technologiques et Innovation
² pour le séminaire Vie des Affaires

(liste au 1^{er} juillet 2009)

**LES LBO,
OUTILS DE RÉPARATION DU CAPITALISME ?**

par

François ROSENFELD et Guillaume APPÉRÉ
Ingénieurs des mines
Auteur du mémoire de troisième année du Corps des mines
L'avenir des LBO

Patrick SAYER
Président du directoire d'Eurazeo

Bruno LAFONT
Président-directeur général du groupe Lafarge

Séance du 6 avril 2009
Compte rendu rédigé par Élisabeth Bourguinat

En bref

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. Après l'éclatement de la bulle, ont-ils encore un avenir ? « Non », a souvent répondu la presse, pour qui « *la fête était finie* » dès le début de l'année 2008. Il faut dire que le nombre d'opérations nouvelles a fortement chuté et que le fameux "effet levier" s'est parfois transformé en "effet massue". Pourtant, au terme d'un travail minutieux pour leur mémoire de troisième année du Corps des mines, François Rosenfeld et Guillaume Appéré estiment que les LBO ont un avenir, non plus comme martingale préférée des adeptes de "l'économie casino", mais comme outil de réparation du capitalisme, notamment dans un pays comme la France, où l'on manque chroniquement de capitaux et de capitalistes. À condition toutefois d'éclaircir un certain nombre de questions sur leur impact social, ou encore sur le traitement particulièrement avantageux dont les LBO bénéficient de la part du fisc ou ont bénéficié de la part des banques.

*L'Association des Amis de l'École de Paris du management organise des débats et en diffuse
des comptes rendus ; les idées restent de la seule responsabilité de leurs auteurs.
Elle peut également diffuser les commentaires que suscitent ces documents.*

INTRODUCTION par Michel BERRY

Il y a deux ans, les LBO (*Leveraged Buy-Out*) étaient très à la mode et Noël Goutard était venu nous vanter leurs mérites lors d'une séance intitulée *LBO : le management par la tyrannie du cash*¹. Dans la foulée, j'avais proposé à deux élèves du Corps des mines, François Rosenfeld et Guillaume Appéré, de consacrer leur mémoire à ce sujet, et Patrick Sayer avait accepté de faciliter l'organisation de leur travail. Au moment de la crise du crédit, la direction de l'École m'a fait remarquer que les LBO étaient condamnés, et a suggéré que les deux élèves cherchent un autre sujet. Mais il m'a paru d'autant plus intéressant d'étudier le dispositif des LBO qu'il était désormais entré en crise : c'est dans les difficultés que les mécanismes fondamentaux apparaissent au grand jour.

Nos deux élèves n'étaient en tout cas nullement découragés par la situation. Pendant trois mois, ils n'ont rencontré que des gens heureux, qui disaient gagner beaucoup d'argent. Assez vite cependant, la situation est devenue beaucoup plus difficile. La presse a publié des articles intitulés « LBO : la fête est finie ». Mais François Rosenfeld et Guillaume Appéré portent sur l'avenir des LBO un jugement plus nuancé.

EXPOSÉ de François ROSENFELD et de Guillaume APPÉRÉ

François ROSENFELD : Nous avons effectivement mené notre recherche dans un contexte qui est passé de l'euphorie à la crise. En France, les investissements de type LBO sont passés de 2 000 M€ en 2003 à 10 000 M€ en 2007, avant de retomber à 7 000 M€ en 2008. Notre étude ne cherche pas à expliquer les raisons de la crise ni à faire le procès des LBO, mais plutôt à dégager les grandes caractéristiques de ce mécanisme, particulièrement mises en évidence en période d'excès à la hausse, comme il y a deux ans, ou d'excès à la baisse, comme aujourd'hui.

Le montage d'un LBO

Le montage d'un LBO est relativement simple. Un fonds d'investissement décide de racheter une société. Il crée pour cela une holding dans laquelle les dirigeants de l'entreprise ciblée doivent obligatoirement prendre des parts. La holding s'endette auprès d'une banque pour racheter les titres de l'entreprise. Grâce aux dividendes que l'entreprise verse à la holding, elle assure le remboursement de l'emprunt, intérêt et capital. Le fonds ne paie ainsi qu'une partie de la valeur totale de l'entreprise : c'est ce qu'on appelle l'effet de levier. Au passage, la holding bénéficie des intérêts d'acquisition qui diminuent considérablement le profit imposable, ce qui réduit à rien l'impôt sur les sociétés. Le fonds gère l'entreprise pendant plusieurs années puis la vend et, si tout va bien, réalise une confortable plus-value.

Au niveau de la holding, la création de valeur est purement financière et liée à l'effet de levier ; elle est d'autant plus importante que les taux d'intérêt sont faibles. C'était le cas pendant la période 2003-2007, avec des techniques financières toujours plus sophistiquées qui ont permis aux banques de se défaire du risque et de prêter d'autant plus.

Au niveau de l'entreprise, la création de valeur repose à la fois sur des causes exogènes, notamment un environnement économique favorable qui permet d'acheter l'entreprise bon marché et de la revendre cher ; et sur des causes endogènes, liées à l'amélioration de la rentabilité de l'entreprise.

¹ Noël Goutard, "LBO : le management par la tyrannie du cash", *Les Annales de l'École de Paris*, Vol. XIV.

La mise sous tension de l'entreprise

Celle-ci est obtenue par ce que l'on appelle la "mise sous tension" de l'entreprise afin de répondre aux exigences très fortes du service de la dette. Il s'agit de jouer sur trois facteurs essentiels : la gestion de l'argent, celle des processus et celle des hommes.

L'optimisation financière

Pour dégager des liquidités immédiates, les fonds recourent à des techniques financières plus ou moins complexes. Lorsque l'entreprise dispose de portefeuilles immobiliers importants, elle peut, par exemple, mettre les immeubles en vente et les reprendre en location. Les liquidités correspondantes sont alors affectées à des projets très rentables ou au désendettement.

Les améliorations opérationnelles

Le changement d'actionnaire suffit souvent par lui-même à « réveiller la belle endormie » : l'entreprise, qui était simplement une division marginale d'un grand groupe et suscitait peu d'intérêt de la part des instances dirigeantes, devient en effet l'objet unique de l'attention de son nouvel actionnaire. Tout naturellement, celui-ci s'emploie à identifier des chantiers de création de valeur pour augmenter sa profitabilité. Lorsque l'entreprise Toys'R'us a été rachetée par un grand fonds de LBO américain, par exemple, l'audit a révélé qu'elle souffrait de la cyclicité de ses ventes de jouets. Des magasins d'accessoires de puériculture ont été créés sous la marque Babies'R'us, pour étaler les ventes sur toute l'année, fidéliser les clients et les inciter à acheter les jouets chez Toys'R'us au moment de Noël.

L'hyperlignement entre investisseurs et dirigeants

Guillaume APPÉRÉ : Ces recettes pourraient parfaitement être mises en œuvre par de grands groupes, sans qu'il soit besoin de recourir au montage d'un LBO. La différence essentielle entre les méthodes des grands groupes et celles du capital-investissement tient au rôle particulier assigné aux cadres dirigeants dans le second cas.

Pour s'assurer que l'obligation de dégager du cash est bien assimilée par les dirigeants, le fonds leur demande d'investir dans la holding des montants significatifs au regard de leur patrimoine personnel : en général, il s'agit de l'équivalent de deux ans de salaire. Ce dispositif permet l'hyperlignement des intérêts entre investisseurs et dirigeants. Comme le soulignait récemment Michel David-Weill, président d'Eurazeo : « *Lorsque les enjeux deviennent personnels, les réflexes changent.* »

Les problèmes éthiques posés par le LBO

La participation des dirigeants à l'investissement leur permet de se constituer rapidement un patrimoine bien plus important que celui auquel ils auraient eu accès dans un grand groupe coté. Le patron d'un fonds d'investissement belge nous a ainsi déclaré : « *J'ai permis à des salariés de la campagne wallonne de passer en quelques mois d'un patrimoine de 50 000 à 5 millions d'euros.* » Ce dispositif présente toutefois un inconvénient, le conflit d'intérêt auquel est fatalement confronté le dirigeant au moment de la vente sous LBO, sachant qu'il deviendra investisseur après la transaction : il est à la fois représentant du vendeur et futur acquéreur, deux postures difficilement conciliables. En pratique, cette difficulté se règle par des mécanismes incitatifs à double sens. Il n'en reste pas moins que les dirigeants bénéficient d'une situation clairement privilégiée, dont une exploitation abusive a pu parfois conduire à l'enrichissement massif d'un petit nombre de personnes (rarement plus de 30 personnes) au détriment de l'intérêt social des entités concernées.

Un dirigeant d'entreprise sous LBO nous a expliqué que ce mécanisme créait « *un torrent d'argent auquel tout le monde essaie tant bien que mal de se raccorder* », et Félix Rohatyn, ancien associé de la banque Lazard, déclarait dès les années 1980 que le monde du LBO s'apparentait à « *une société casino* ». Le LBO est-il un jeu de poker auquel on gagne à tous les coups ? Certains considèrent que les gains très importants qu'il permet sont une juste récompense pour des investisseurs avisés et des managers particulièrement performants. De nombreuses études convergentes révèlent cependant qu'en moyenne, les taux de rendement internes moyens des firmes en LBO sont comparables, voire légèrement inférieurs à ce que procure la Bourse sur la même période de temps. Il n'est donc pas démontré que ce torrent d'argent soit la rémunération de performances exceptionnelles. D'autres nous ont expliqué qu'il était normal que ces investissements, par nature risqués, donnent lieu à des rémunérations plus élevées que des investissements sans risques. L'expérience montre cependant que, en dehors d'une conjoncture difficile comme actuellement, il est très rare que les dirigeants perdent intégralement leur mise initiale.

Face aux risques de dérives, une réglementation fiscale appropriée aurait pu jouer un rôle dissuasif. Mais, selon le patron d'une entreprise sous LBO : « *La France s'apparente, à cet égard, à un paradis fiscal.* » Une étude récente a confirmé que la France était le pays offrant la réglementation fiscale la plus favorable à ce type de montage en Europe après l'Irlande, devançant le Royaume-Uni qui représente pourtant le premier marché européen de *private equity*.

Quand la machine se grippe

Les rémunérations très élevées des investisseurs ont d'autant plus ému l'opinion que l'avantage considérable retiré de ces opérations par quelques personnes semblait être obtenu au détriment de la bonne santé à long terme des entreprises concernées.

François ROSENFELD : L'obsession de faire du cash conduit généralement l'entreprise à se débarrasser de ses réserves et du "matelas de sécurité" susceptible de lui permettre d'affronter les retournements de conjoncture avec plus de sérénité. Les chocs exogènes ont alors des conséquences beaucoup plus immédiates sur la marche de l'entreprise. De plus, lorsque la situation opérationnelle se dégrade, les ratios qui encadrent les prêts conduisent les banquiers à précipiter le remboursement de la dette d'acquisition. L'effet de levier se transforme alors en effet de massue... C'est au moment où l'entreprise connaît des difficultés qu'elle doit consacrer du temps et de l'argent à travailler avec des experts et des avocats et à négocier avec les banquiers, au détriment de sa gestion opérationnelle.

À la fin des années 1980, aux États-Unis, la crise des LBO s'était soldée par la disparition d'environ 30 % des sociétés concernées. Le bilan ne sera peut-être pas aussi grave avec la crise actuelle, car les structures financières sont plus solides que celles de l'époque et les prêts accordés aux entreprises sont des prêts *in fine* : elles n'auront pas à faire face à de grosses échéances avant 2012 ou 2013. On a cependant déjà enregistré 24 faillites de LBO aux États-Unis pour les trois premiers mois de 2009, contre 48 pour toute l'année 2008.

Les bonnes recettes

Quand notre enquête a débuté, les cabinets de conseil ne tarissaient pas d'éloges sur les LBO et sur leur modèle jugé "vertueux". Depuis la fin de 2007, on se rend compte que certaines entreprises ont été achetées beaucoup trop cher par rapport à leurs capacités de remboursement ; les mêmes consultants prédisent désormais que 50 % des entreprises sous LBO vont faire faillite et que ce modèle est voué à l'échec.

Les LBO ne nous semblent mériter ni cet excès d'honneur, ni cet excès d'indignité. Il paraît plus intéressant d'essayer de comprendre comment faire bon usage des LBO ou, en d'autres termes, comment distinguer les bons LBO des mauvais. Deux modèles s'opposent en effet.

Le type d'actionnariat

La première différence entre eux tient au type d'actionnariat exercé par le fonds : certains misent essentiellement sur la holding, sur l'effet de levier et sur la création de valeur grâce à la hausse du marché ; les autres investissent surtout sur l'entreprise opérationnelle et sur l'amélioration de son fonctionnement, à laquelle ils consacrent tous leurs efforts. Cette deuxième catégorie de fonds tirera sans doute mieux son épingle du jeu, dans la crise actuelle, que ceux qui ont cru que « *les arbres montaient jusqu'au ciel* ».

La relation avec les managers

Guillaume APPÉRÉ : Une autre différence tient à la relation que chaque type de fonds entretient avec les dirigeants de l'entreprise cible. Un investisseur à la fibre plutôt financière adoptera généralement une approche *hands off* et les dirigeants de l'entreprise joueront alors un rôle incontournable pour atteindre les objectifs du fonds. Les investisseurs qui ont une connaissance plus opérationnelle du métier des entreprises qu'ils rachètent privilégieront une approche *hands over*, voire *hands in*, et seront moins dépendants des dirigeants pour atteindre leurs objectifs ; ils seront donc moins tentés de leur accorder des gratifications excessives. Le dirigeant d'un important fonds financier nous a ainsi expliqué que son métier consistait essentiellement à déterminer si les dirigeants en place étaient vraiment les meilleurs pour occuper leurs postes. Des chercheurs anglais ont analysé l'ensemble des opérations de LBO réalisées au Royaume-Uni sur une période de sept ans, et ont observé que dans les 100 jours qui suivaient le rachat, un tiers des dirigeants avaient été remplacés ; dans les quatre ans qui suivaient l'opération, les deux tiers avaient été remerciés.

Ces chiffres contredisent quelque peu la notion d'hyperlignement évoquée tout à l'heure. Les plus gros fonds d'investissement, comme KKR, s'adjoignent désormais les compétences d'anciens praticiens des domaines dans lesquels ils investissent et, lorsqu'un renouvellement du management est jugé nécessaire, n'hésitent plus à prendre le contrôle transitoire de l'entreprise par l'intermédiaire de ces consultants internes.

La vraie raison d'être des LBO

L'AFIC (Association française des investisseurs en capital) missionne chaque année un cabinet d'audit pour analyser l'impact social des opérations de LBO : détruisent-elles de l'emploi dans les entreprises rachetées ? Plusieurs chercheurs européens et américains ont montré que sur la durée, les données disponibles en matière de création d'emploi ne confirment ni l'analyse de l'AFIC, ni celle, opposée, des organisations syndicales. La dernière étude en date, réalisée par des chercheurs de Harvard et de Chicago, porte sur l'ensemble des transactions LBO qui ont eu lieu aux États-Unis entre 1980 et 2005 et conclut cependant que l'impact sur l'emploi est négatif et ce, de façon très significative.

Faut-il s'en étonner ? Le rôle de l'actionnaire est de rendre l'entreprise plus performante, ce qui peut passer par le fait de réduire la masse salariale. Les LBO pourraient ainsi, grâce à un mécanisme de destruction créatrice, contribuer au renforcement et à la croissance des PME. Par ailleurs, les LBO peuvent apparaître comme une réponse à la disparition accélérée de l'actionnariat familial des PME. En participant au renouvellement, voire à la "démocratisation" des investisseurs, ils contribuent à la fluidification du capitalisme.

Assez curieusement, cet argument positif en faveur des LBO est assez rarement évoqué, sans doute parce qu'il vient étayer une conception des LBO selon laquelle il s'agirait de pratiques ponctuelles et transitoires. Or, certains fonds d'investissements, surtout ceux correspondant à la première catégorie que nous avons identifiée, interviennent dans des opérations de LBO successives sur une même entreprise. Les fonds pionniers, ceux qui existent depuis 20 ans ou davantage (comme Eurazeo, créé il y a 130 ans), ne font en revanche pas mystère de cette fonction "d'outil de réparation du capitalisme" : au contraire, ils la revendiquent, et leur historique d'investissement montre une très faible pratique des LBO multiples.

Les fonds qui ne reconnaissent pas cette dimension économique fondamentale du LBO doivent se contenter de tirer parti des vagues du marché, avec les conséquences que cela peut avoir sur leur propre survie : les situations d'enrichissement sans cause ne peuvent pas se perpétuer éternellement, même dans la sphère financière... C'est pourquoi on peut s'attendre à ce que le paysage concurrentiel des fonds d'investissement se réduise fortement dans les années qui viennent. En revanche, on n'assistera probablement pas à un arrêt brutal de la pratique des LBO. Selon Henry Kravis, PDG de KKR : « *Le marché du LBO est loin d'être mort, mais la sélection sera plus rude qu'avant* ».

Les crises succèdent aux crises

Dans cette profession, et plus généralement dans la sphère financière, les crises sont toujours des réactions naturelles aux excès des acteurs. L'expérience devrait pourtant enseigner que les comportements extrêmes doivent être proscrits, mais comme nous l'a fait remarquer un grand banquier français : « *Aucun financier n'a intérêt à avoir tort ou raison tout seul, et les martingales qui réussissent sont condamnées à être exploitées à outrance, au risque d'être dénaturées.* » Il est donc probable que les mauvaises pratiques de LBO réapparaîtront dès la prochaine période d'euphorie.

EXPOSÉ de Patrick SAYER

J'ai chaudement encouragé la réalisation de cette étude, car il me semblait important de prendre du recul sur les LBO et d'essayer de comprendre s'il s'agissait d'une pratique qui avait du sens, ou seulement d'une spéculation passagère. Personnellement, je n'ai aucune certitude à cet égard. Michel Prigent, président des éditions PUF, m'avait proposé d'écrire un *Que sais-je ?* sur cette question. Je devais lui remettre le manuscrit à l'automne 2007 et j'en avais rédigé la quasi-totalité quand je lui ai expliqué que je préférais abandonner : « *Pourquoi écrire un Que sais-je ? alors que je ne sais plus rien ?* » La crise actuelle est tellement violente qu'elle remet en cause nombre de concepts qui nous paraissaient évidents.

La réponse à un triple besoin

Fondamentalement, le LBO n'est jamais qu'une technique permettant de transmettre l'entreprise et de la développer grâce à l'appui d'un actionnaire professionnel. Cette technique s'est avérée précieuse au moment où les marchés boursiers se sont européanisés et où la barre mentale des opérateurs boursiers est passée d'un milliard de francs à un milliard d'euros : tout ce qui était en dessous de ce seuil leur paraissait désormais sans intérêt, d'où les difficultés des grosses PME à trouver des capitaux pour assurer leur développement. Les LBO répondaient à cette difficulté. Ils représentaient aussi une solution pour les fonds de pension qui souhaitaient "décorrélérer" leurs actifs des marchés financiers afin de ne pas en subir les aléas, mais qui ne savaient pas comment investir en dehors de la Bourse : les opérateurs LBO se chargeaient d'identifier pour eux des PME susceptibles de créer de la valeur. Enfin, cet outil permettait aux groupes industriels de se recentrer sur leur cœur d'activité en cédant leurs filiales dans de bonnes conditions, sans pour autant les offrir sur un plateau à leurs concurrents.

Un aveuglement collectif

Les LBO n'ont cependant connu un tel succès que parce que les taux d'intérêt étaient particulièrement bas. Un cercle vicieux s'est instauré : pour maintenir des rendements élevés malgré des taux d'intérêts décroissants, il était nécessaire d'avoir accès à un coût du capital qui permette ce type d'opération, d'où les montants de plus en plus élevés mobilisés grâce à l'effet de levier. Quand je suis devenu président d'Eurazeo, en 2002, on voyait des banques prêter jusqu'à 4 fois l'excédent brut d'exploitation ; mais en 2007, certaines allaient au-delà de 10 fois ! Personne, à ce moment-là, n'imaginait que la détérioration du bilan des banques atteindrait de tels niveaux que celles-ci cesseraient du jour au lendemain d'accorder des prêts.

Indubitablement, nous avons cédé à un aveuglement collectif dont nous portons tous la responsabilité, aussi bien les pouvoirs publics que les banquiers ou que les opérateurs.

L’alignement des intérêts

Une des vertus cardinales des LBO tient à la présence d’un actionnaire professionnel aux côtés du management. Une société comme la nôtre est à l’évidence mieux placée pour entretenir un vrai dialogue avec les dirigeants des entreprises que les fonds de pension, qui discutent essentiellement avec les analystes et dont la capacité de dialogue se réduit à un oui ou un non lors des assemblées générales.

Pour faire en sorte que ce dialogue fonctionne efficacement, nous procédons à l’alignement des intérêts entre investisseurs et dirigeants. Lorsque j’étais président de l’AFIC, j’ai défendu l’idée que ce dispositif serait encore plus efficace si, au lieu de le réserver à quelques dirigeants, on l’étendait à tous les collaborateurs, ce qui permettrait de fédérer l’ensemble de l’entreprise autour d’un projet commun.

L’impact social des LBO

On entend beaucoup de choses contradictoires sur l’impact social des LBO. Une entreprise en bonne santé a vocation à créer de l’emploi, et une entreprise qui souffre est susceptible de procéder à des restructurations plus ou moins douloureuses. Dans un contexte favorable, de nombreuses entreprises sous LBO ont créé des emplois, et d’après notre étude, sans doute davantage que les entreprises qui n’étaient pas sous LBO. Pendant la crise, vont-elles détruire plus ou moins d’emplois que le reste de l’économie ? Nous ne disposons pas encore de statistiques permettant de répondre à cette question.

Un banquier m’expliquait qu’en 2009, 50 % des entreprises qui ne sont pas en LBO allaient être en rupture de covenant, c’est-à-dire qu’elles ne pourraient probablement pas respecter les ratios bancaires. Il n’est pas certain que ce taux soit particulièrement plus élevé pour les entreprises sous LBO. Le ratio le plus important pour les banquiers est le rapport entre le cash-flow de l’entreprise et sa dette. Les entreprises sous LBO ont l’habitude de veiller de près à ce ratio et de planifier leur situation financière, ce qui les met sans doute plus à l’abri que d’autres d’une mauvaise surprise, telle qu’un manque imprévu de liquidités.

L’avenir

Il est clair qu’à court terme, le LBO va être significativement affecté par la faible disponibilité du crédit. Il va probablement céder temporairement la place au capital-développement, qui consiste à apporter aux entreprises des capitaux leur permettant de financer des projets de développement, mais sans nécessairement recourir à l’effet de levier. Du reste, compte tenu de la baisse de valeur des actifs que l’on observe actuellement, il n’est pas nécessaire de s’appuyer sur un effet de levier pour obtenir des rendements de qualité.

À moyen terme cependant, il est évident que le LBO reviendra sur le devant de la scène et que malheureusement, certains opérateurs ayant autant de mémoire qu’un poisson rouge, des erreurs seront à nouveau commises.

EXPOSÉ de Bruno LAFONT

J'ai beaucoup apprécié cette étude, qui ne cherche pas à diaboliser les LBO mais plutôt à comprendre leur fonctionnement. En même temps, il est un peu troublant, justement, que l'on n'ait pas encore tout compris des LBO, et que l'on ne dispose pas à cet égard de la même transparence que celle qui est exigée des grandes sociétés cotées.

Deux cas de LBO

Je travaille pour le groupe Lafarge depuis 25 ans, et j'ai eu l'occasion d'observer deux cas de LBO. Le premier concernait notre activité de matériaux de spécialités, qui n'était plus stratégique pour nous et nécessitait des investissements importants. Nous l'avons cédée à un fonds en 2000, pour 900 millions d'euros. Nous aurions pu la vendre à des opérateurs industriels stratégiques, mais il aurait fallu la démanteler. Or, nous ne le souhaitons pas car elle était dirigée par une équipe très soudée autour d'un excellent manager. Cette entreprise, Materis, a bénéficié d'une situation de marché formidable jusqu'en 2008 et a réalisé des performances financières supérieures à celles qu'elle obtenait à l'intérieur du groupe.

Nous avons également vendu en 2007 notre activité toiture. Dans la mesure où nous nous retirions du secteur, nous aurions parfaitement pu la céder à des concurrents, pour lesquels elle représentait des synergies très intéressantes. Mais aucun d'entre eux n'a pris le risque de nous proposer des prix aussi élevés que ceux que nous offraient les fonds de LBO.

Quelques questions à propos des LBO

Cet exemple de la cession de notre activité toiture illustre un impact très important des LBO sur les entreprises : grâce à l'effet de levier, les fonds de LBO peuvent offrir des prix beaucoup plus élevés. En tant que vendeur, notre groupe en a profité : ces deux cessions, effectuées dans de bonnes conditions, nous ont procuré des financements additionnels qui nous ont permis d'accélérer notre développement. Mais, en tant qu'acquéreur sur d'autres opérations, cela a constitué pour nous un grave handicap. Le seul moyen de l'emporter sur un LBO consistait à créer des synergies tellement fortes qu'elles puissent compenser l'effet de levier et les avantages fiscaux du LBO. Mais, comme l'a souligné Patrick Sayer, les effets de levier acceptés par les banques sont devenus tellement importants que dans la plupart des transactions, aucune entreprise ne pouvait créer assez de synergies industrielles pour s'aligner sur les offres de fonds. D'où une question fondamentale : est-il normal qu'une entreprise industrielle ne crée pas suffisamment de valeur pour rivaliser avec un fonds d'investissement qui joue essentiellement sur l'effet de levier ?

Mon deuxième commentaire a trait à l'impact de la structure de financement des LBO sur l'engagement réel des fonds actionnaires. En principe, les LBO constituent un mode d'investissement tout à fait classique. Le succès qu'ils ont rencontré s'explique à la fois par le cadre réglementaire dont ils bénéficient et par la préférence que les banquiers leur ont accordée, alors même que l'investissement en fonds propres était très faible. On peut se demander aujourd'hui qui sont les vrais propriétaires des LBO, et qui, par conséquent, en est responsable en cas de crise : les banquiers ? les contribuables ?

Troisième point, la création de valeur à moyen terme. Les LBO ont certainement permis de la création de valeur à court terme, en accompagnant des entreprises qui étaient orphelines de leur groupe d'origine, de leurs actionnaires et de leur stratégie. Mais ont-ils fait émerger de nouveaux leaders et de futurs grands groupes industriels ? Il faudrait de nouvelles études pour approfondir cette question.

Enfin, je voudrais évoquer une question macroéconomique qui n'est jamais abordée et qui me taraude. Comment se fait-il qu'une partie de l'économie puisse compter sur une rentabilité de 25 %, et qu'une autre partie ait du mal à réaliser plus de 4 % de profit ? Le succès indéniable de nombres de LBO en termes de rentabilité ne pose-t-il pas le problème plus global du mode de financement des entreprises "normales" ?

De bonnes recettes

L'exemple de Materis et d'autres LBO m'a poussé, lorsque je suis devenu patron de Lafarge, à mettre ma propre entreprise "sous tension", à considérer la mesure du cash-flow comme un indicateur de performance et à utiliser les mêmes formes d'ingénierie financière que les LBO. Aujourd'hui, une part de la rémunération variable des 2 500 managers du groupe est assise sur le *free cash-flow*. À noter qu'une autre part de leur rémunération dépend des performances en matière de sécurité et de santé dans les usines, ce qui n'est pas forcément le cas dans tous les LBO...

DÉBAT

Quelle capacité stratégique ?

Un intervenant : *D'après ce que j'ai compris, les LBO permettent de stimuler le développement endogène des entreprises en optimisant leurs processus opérationnels. Mais la cure LBO leur redonne-t-elle également une capacité stratégique ?*

Bruno Lafont : Dans un premier temps au moins, le cash généré par l'entreprise n'est pas consacré à son développement, mais au remboursement de la dette. Et par ailleurs, tout développement stratégique constitue une prise de risque, ce qui suppose des relations très harmonieuses et très étroites entre l'actionnaire et le manager.

Patrick Sayer : Au démarrage de l'opération, l'actionnaire professionnel ne demande pas de dividende, à la différence d'un actionnaire de société cotée : il se contente de sa plus-value à terme. Certes, l'entreprise paie des frais financiers, mais ils ne la laissent pas exsangue. Par ailleurs, toute opération de LBO commence par un audit très approfondi de l'entreprise, mené en commun par la direction et par l'opérateur LBO, généralement avec l'aide d'un consultant externe. Ce travail débouche sur un *business plan* à trois ans, et souvent à cinq ans. Il s'agit d'un travail très lourd auquel les grands groupes procèdent rarement pour leurs filiales, surtout si elles ne sont pas stratégiques. La grande vertu du LBO est de placer la stratégie d'une entreprise jusqu'alors "périphérique" au cœur des préoccupations de ses actionnaires. Enfin, grâce à sa "mise sous tension", l'entreprise entre dans une logique d'investissement beaucoup plus vertueuse qu'auparavant. Quand j'effectuais mon service militaire, j'ai connu le vieux système selon lequel les pilotes, en fin d'année, consommaient tout le carburant possible pour pouvoir bénéficier l'année suivante de la même dotation. Il en va de même dans les entreprises : tout le monde parle de "budget base zéro", mais personne ne le pratique, car on n'a pas le temps d'entrer dans les détails. Or, dans le cadre d'un LBO, les dirigeants se mettent tout naturellement à raisonner en budget base zéro : « *Cette année, nous ne repeindrons pas l'usine, mais dans trois ans nous investirons 30 millions d'euros pour créer un nouveau site industriel.* » Au total, le TRI (Taux de rentabilité interne) de l'investissement augmente fortement, ce qui donne beaucoup de sens à une vision stratégique.

La part des dirigeants

Int. : *Quelle est la norme en matière de pourcentage du capital détenu par les dirigeants ? Observe-t-on une différence lorsque les dirigeants détiennent près de la moitié des parts, et lorsqu'ils n'en détiennent que 10 % ?*

François Rosenfeld : Nous avons vu tous les cas de figure. L'un des avantages du système des LBO est de permettre aux dirigeants de disposer dans un premier temps d'une petite part

seulement du capital, et de devenir finalement majoritaires collectivement, ce qui transforme l'entreprise en une sorte de groupe "familial".

P. S. : Dans le cas de la société Loxam, les dirigeants sont devenus collectivement l'actionnaire majoritaire au troisième ou quatrième LBO. Cela reste cependant une exception.

Int. : *Je suis le président d'un groupe industriel qui en est à son quatrième LBO. Dès le deuxième, le management était devenu majoritaire. Nous en sommes très satisfaits, mais cela ne change pas grand-chose à notre fonctionnement : ce qui vous tient, dans un LBO, c'est le marché, ce sont les clients, les banques, les ratios, et c'est surtout la motivation créée par les succès que l'on engrange ! Je ne connais pas d'entreprise qui soit devenue performante uniquement grâce à des mesures financières.*

Je voudrais apporter un témoignage en ce qui concerne la participation des salariés. Je crois avoir été l'un des premiers à associer très largement les collaborateurs, mais il faut malgré tout veiller à ne pas leur faire prendre de risques excessifs. Pour un ouvrier de base, miser deux mois de salaire représente un effort et un risque énormes. Il ne faut pas qu'il puisse perdre ce capital, sans quoi on entre dans une spirale négative et c'est la mort de l'entreprise. Il vaut donc mieux prévoir des schémas à deux vitesses : au démarrage, les dirigeants doivent mouiller leur chemise et prendre des risques ; une fois que la machine est en route, on peut associer l'ensemble des salariés.

Les objectifs de rentabilité des LBO

B. L. : Pourrais-je recueillir l'avis de Patrick Sayer sur les objectifs de rentabilité des LBO ?

P. S. : Les LBO ont bénéficié pendant un certain temps d'une fenêtre de marché un peu folle. Les banques ne voulaient plus prêter à des entreprises ayant des problèmes de liquidité à court terme (et non de solvabilité !), y compris à des entreprises comme France Télécom ou Vivendi. Elles nous accordaient à nous, les fonds et sociétés d'investissement, des financements infiniment plus abondants qu'à ces très grandes entreprises : celles-ci traversaient, à l'époque, une période de crise qui les empêchait d'avoir une visibilité à moyen terme. Dans le même temps, les entreprises sous LBO étaient capables d'établir des plans stratégiques crédibles et de rassurer ainsi les banquiers. Cela dit, je conviens avec vous que nos objectifs de rentabilité à 25 % étaient excessifs, et qu'une rémunération de 15 % pour des investissements risqués est déjà très convenable.

Int. : *Je travaille dans un fonds d'investissement et je conteste l'idée que l'activité de LBO soit risquée. Le taux de faillite des entreprises sous LBO n'est pas plus important que celui des autres entreprises, et le risque est donc le même que pour les investissements d'un grand groupe. En revanche, il est normal de rémunérer "l'illiquidité" de l'investissement, car les actionnaires ne peuvent pas se retirer de ces investissements avant plusieurs années. Cela mérite-t-il pour autant de telles rémunérations ? Je ne saurais l'affirmer.*

En cas de dépôt de bilan

Int. : *Le problème auquel risquent d'être confrontées les entreprises sous LBO dans les années qui viennent n'est pas celui d'une rupture de covenant, mais des problèmes d'impayés et d'insuffisance de commandes. Il faut souhaiter que la communauté des banquiers et des financiers sache trouver des solutions pour que ces entreprises ne fassent pas faillite : la plupart sont en bonne santé et traversent seulement une période un peu difficile.*

Guillaume Appéré : Un cas de ce type s'est produit dans la Maurienne il y a quelques années. Les banquiers et investisseurs ont compris que personne n'avait intérêt à ce que l'entreprise fasse faillite. Ils ont renégocié les termes de la dette et le fonds a injecté des capitaux supplémentaires. Cette opération a probablement réduit le TRI qui sera obtenu lors de la clôture de l'opération, mais il valait mieux un TRI légèrement inférieur qu'un dépôt de bilan dont les conséquences auraient pu être graves. En effet, le contrôle très étroit que les fonds exercent sur les entreprises pose la question de leur responsabilité en cas de faillite.

Cette épée de Damoclès constitue une forte incitation à éviter une issue fatale. C'est peut-être l'une des explications au fait que les taux de défaut des LBO ne sont pas supérieurs à ceux des autres entreprises ; ils leur sont même inférieurs.

P. S. : Il faut préciser qu'en cas de faillite d'une opération de LBO, l'entreprise opérationnelle peut continuer à tourner et à gagner de l'argent ; c'est à la holding de se préoccuper de renégocier le remboursement de la dette. En revanche, en cas de faillite de la société opérationnelle, la question du partage des responsabilités est très délicate. Les actionnaires ne doivent pas, en principe, se mêler de la gestion de l'entreprise. Mais lorsque l'entreprise rencontre des difficultés sérieuses, il est naturel que le fonds s'efforce de l'aider à les surmonter. Naviguer entre les deux écueils n'est pas facile, et c'est une question dont le législateur devrait se saisir.

Des LBO sans effet de levier ?

Int. : *Quelle est, aujourd'hui, l'actualité des LBO ? Les effets de levier n'existent plus, la titrisation a très mauvaise presse, et désormais ce sont probablement les opérateurs industriels qui vont "rafler" toutes les opérations de rachat. Dans quel délai imaginez-vous que les LBO puissent redémarrer ?*

P. S. : Nous avons réalisé notre plus belle opération en 2002, en rachetant 23 % d'Eutelsat à France Télécom, avec trois quarts de fonds propres et seulement un quart de dette. Le marché actuel offre de nombreuses opportunités de rachats à très bon compte. Oublions un peu la technique et pensons d'abord aux entreprises, à leurs hommes, à leur croissance.

Présentation des orateurs :

Guillaume Appéré : ingénieur des mines ; auteur du mémoire de troisième année du Corps des mines *L'avenir des LBO*.

Bruno Lafont : HEC (1977) et ENA (1982), il occupe plusieurs postes à la direction financière et à l'international de Lafarge de 1983 à 1994, passant quatre ans en Turquie pour y développer le groupe ; il rejoint le comité exécutif en 1994 et est nommé directeur général adjoint Finances ; en 1998, il devient président de l'activité plâtre et conduit son développement en Europe, aux États-Unis et en Asie ; il est nommé directeur général délégué du groupe en mai 2003, puis administrateur en 2005 ; le 1^{er} janvier 2006, il est nommé directeur général, puis président-directeur général du groupe en mai 2007 ; il copréside l'Initiative Ciment du Conseil mondial des entreprises pour le développement durable (WBCSD), et codirige le projet "Efficacité énergétique des bâtiments", lancé avec United Technologies au sein du WBCSD ; il est conseiller du maire de Chongqing, ville chinoise de trente-deux millions d'habitants ; il est administrateur d'EDF.

François Rosenfeld : ingénieur des mines ; auteur du mémoire de troisième année du Corps des mines *L'avenir des LBO*.

Patrick Sayer : est président du directoire d'Eurazeo depuis mai 2002, l'une des premières sociétés d'investissement européennes cotées ; il était précédemment associé-gérant de Lazard Frères et Cie à Paris et *Managing Director* de Lazard Frères & Co à New York, où il était notamment responsable mondial en charge des médias et de la technologie : il est diplômé de l'École polytechnique (1980) et de l'École des mines de Paris (1982).

Diffusion juillet 2009