

Le LBO fait le dos rond

Les professionnels font assaut d'imagination pour employer les capitaux levés et faire travailler leurs équipes.

PAR ANTOINE LANDROT

La fête est-elle finie ? Après l'euphorie des millésimes 2005 et 2006, principalement aux Etats-Unis et en Europe, le capital-investissement est dans l'expectative en ce début d'année. La crise du marché de crédit a frappé de plein fouet le segment des acquisitions à effet de levier (*leveraged buy-out* - LBO), qui a représenté ces dernières années l'immense majorité des montants investis dans le non-coté (plus de 77 % en Europe en 2007 selon l'Evca, l'association européenne des investisseurs en capital). « Avec la dislocation du marché de la dette à partir du mois de juillet, l'activité s'est réduite aux opérations inférieures à 500 millions d'euros de valeur d'entreprise », explique un banquier. Les professionnels des autres segments du *private equity* (*venture* et capital-développement) se sentent, eux, davantage protégés par le fait qu'ils n'ont pas recours à la dette pour financer leurs transactions. Mais le capital-risque, même s'il est en meilleure santé en France que dans le reste de l'Europe continentale, garde toujours avec l'amorçage un véritable talon d'Achille (*lire page 32*).

La contagion de la crise aux LBO a eu deux conséquences : un renchérissement du crédit et une très grande méfian-

ce des banques à l'égard du financement à effet de levier (*lire page 30*). Mais pour l'heure, ces perspectives n'ont pas entraîné la baisse des valorisations. « Nous nous trouvons dans une phase paradoxale : les entreprises affichent des résultats 2007 et des perspectives 2008 très bons, alors que les fonds acquéreurs, eux, anticipent le marché lors de leur future sortie, à deux ou trois ans. Ils appliquent dès lors à leurs offres des baisses de valorisation de 10 % à 20 % », explique David Salabi, fondateur de Financière Cambon, banque d'affaires spécialisée dans les transactions *small* et *midcaps*. Ce décalage dans les aspirations entre vendeurs et acheteurs ne facilite pas l'animation du marché, comme l'atteste dernièrement l'échec du LBO sur Roche-Bobois (*L'Agefi Hebdo n°122*).

Sélection

Les montants investis dans les LBO restent relativement stables d'une année sur l'autre (*voir graphique*), étant donné un premier semestre 2007 exceptionnel. Mais la fin de l'année s'est révélée bien plus morose. Selon Private Equity Intelligence, le montant total des opérations a atteint un record au deuxième trimestre (à 356 milliards de dollars), pour tomber à 79 milliards au dernier trimestre, soit un volume trois fois moindre en un an ! En France, les deux

SOMMAIRE

■ Capital-investissement

Le LBO fait le dos rond p.26

■ **Rencontre avec...** Oliver Gottschalg, professeur à HEC, professeur assistant, stratégie et politique d'entreprise,

chercheur associé à l'Insead :

« *En net, le leveraged buy-out européen sous-performe le S&P 500 de 3 %* » p. 29

■ Financement

Les banques confirment leur frilosité

dans les prêts à effet de levier p.30

■ Capital-amorçage

Le parent pauvre du capital-risque p.32



C. BERTHIAUX

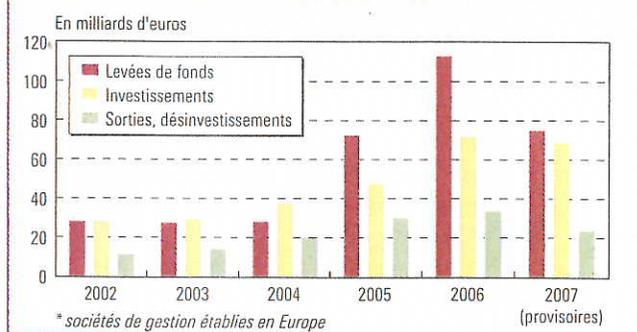
La raréfaction de l'argent à destination des LBO oblige les professionnels à diversifier leurs stratégies.

seules transactions à avoir excédé les 500 millions d'euros de valeur d'entreprise depuis le mois de juillet sont Alma Consulting, pour environ 800 millions (racheté par Candover), et les magasins But, pour quelque 550 millions (acquis par Colony Capital et Goldman Sachs).

Dans ce monde incertain, chacun réfléchit à la stratégie à adopter. La plus évidente a consisté l'an dernier à vendre davantage que l'on a acheté, au moment où les valorisations étaient au plus haut (selon l'agence de notation Standard & Poor's, les multiples d'acquisitions ont atteint 6,6 fois l'Ebitda en juillet dernier, toutes tailles d'opérations confondues). « Nos actionnaires ont apprécié le fait que nous ayons su profiter du climat vendeur sur le marché », expliquait Bertrand Finet, directeur chez Candover lors de sa conférence de résultats. En 2007, la firme a cédé pour 162,4 millions de livres sterling d'actifs, tandis qu'elle en a acquis l'équivalent de 90,5 millions de livres. Conséquence pour 2008, les sociétés de gestion feront preuve, du moins l'assurent-

Un coup d'arrêt en 2007 pour le non-coté

Flux d'activité tous segments confondus en Europe*



Source : Pereg Analytics, Evca

elles, d'une sélectivité accrue. « Il est possible que nous ralentissions l'activité d'acquisition cette année, notamment au premier semestre », explique Gilles Mougenot, fondateur d'Argos Soditic, qui avait réalisé six investissements pendant la première moitié de 2007.

Diversification

Mais la marge de manœuvre des équipes dépend aussi de la nature du contrat signé avec les souscripteurs de leurs fonds. Les sociétés de gestion cotées, ou disposant de fonds cotés, font valoir leur modèle relativement souple : « Nous investissons sur notre bilan, non pas à partir de véhicules levés auprès de tiers avec un horizon d'investissement déterminé », explique le patron d'une structure française. Nous ne subissons donc aucune pression. » La pression à l'investissement, alors que les occasions se raréfient et que l'environnement économique se fait menaçant pour les entreprises, est en effet le meilleur moyen de se tromper de cible ou de la surpayer. ▶

Elargir ses critères d'investissement pour accroître sa marge de manœuvre

Les stratégies se diversifient. Certains fonds habitués à la prise de contrôle de sociétés via un LBO choisissent d'investir dans des participations minoritaires, à l'image de Carlyle qui a acquis 30 % de Numericable auprès de Cinven pour un peu plus de un milliard d'euros, sans apport de dette. « *Même dans le cas d'un encadrement strict, il existe toujours une part de 10 % à 20 % des actifs pouvant être investie en dehors de la stratégie du fonds* », explique Antoine Dréan, président de Triago, agent de placement. « *Le recours à l'endettement n'est qu'un moyen pour financer la transmission des entreprises, rappelle Jacques Garañalde, managing director chez KKR, l'une des sociétés de gestion de private equity les plus importantes au monde. Le contrat que nous signons avec nos investisseurs nous autorise à mener des acquisitions sans effet de levier.* »

Nouveaux terrains de jeu

Autre option, jeter son dévolu sur les sociétés en Bourse, à la manière des fonds actions activistes, afin d'en influencer la direction. Mais ce jeu peut se révéler risqué en cas de crise boursière. La société de gestion Wendel peut aujourd'hui se prévaloir du fait que ses participations sont à 80 % des actifs cotés (Bureau Veritas, Saint-Gobain, Legrand...), ce qui lui procure une certaine liquidité par rapport à un actif non coté. Mais la chute du cours de Saint-Gobain a fait grimper l'endettement de Wendel (via un mécanisme d'appel de marge indexé sur l'évolution de l'action de l'industriel), ce qui pèse fortement sur le titre de la société financière. Ce qui lui a valu une mise sous surveillance négative de la part de Standard & Poor's. Un risque qui n'a pas effrayé 3i, qui a créé, en 2007, l'équipe QPE (*Quoted Private Equity* - un bel oxymore !), destiné aux prises de participations minoritaires dans des sociétés cotées.

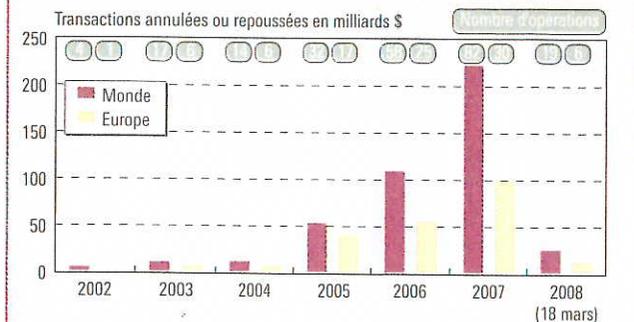
Si être sélectif est une question de survie en ces temps troublés, certaines équipes n'ont pas caché leur intention d'aller chercher en dehors de leur fourchette traditionnelle d'investissement afin

Les investisseurs ne sont pas découragés

A observer les levées de fonds, la morosité ne semble pas avoir frappé le marché du LBO. Le plus surprenant est que le phénomène concerne aussi des « méga-fonds » : TPG (ex-Texas Pacific Group) et Apollo lèvent chacun un fonds de 15 milliards de dollars, KKR prépare un véhicule européen compris entre 6 et 8 milliards d'euros... Ce qui signifie que les investisseurs institutionnels ne remettent pas en cause la classe d'actifs. Au contraire, « *les institutionnels et les family offices tendent plutôt à se renforcer, mais de manière plus sélective et en adoptant des stratégies de niche* », précise Antoine Dréan, directeur général de Triago. Cette tendance

est alimentée par le poids croissant des investisseurs atypiques, comme les fonds souverains. Selon Private Equity Intelligence, ces derniers représentent environ 10 % des 1.500 milliards de dollars d'encours de cette classe d'actifs. Les investisseurs deviennent aussi plus actifs sur le marché secondaire, qui connaîtrait une véritable explosion. On y trouve, à la vente, les institutionnels qui réorganisent leurs portefeuilles parce que, face à la croissance de leurs engagements ces dernières années, ils ne disposent plus de gérants en nombre suffisant. A cela s'ajoutent, depuis la crise, ceux qui ont pris conscience qu'une bonne part des performances était liée au contexte de crédit.

Le durcissement des conditions du crédit pèse sur le marché du LBO



Source : Dealogic

d'accroître leur marge de manœuvre et capter davantage de *deal-flow*. « *Nous allons chercher le marché là où il se trouve* », admet le gérant d'un fonds spécialisé dans les opérations de plus de 500 millions d'euros de valeur. Dans l'autre sens, 3i (qui, en LBO, intervenait traditionnellement sur des transactions comprises entre 300 et 800 millions d'euros) a décidé de « monter en gamme » : « *Dans le cadre de la rationalisation de nos portefeuilles entamée en 2005, nous avons, l'année dernière, élargi notre champ d'action aux sociétés jusqu'à 1,8 milliard d'euros de valeur*, explique Bruno Deschamps, associé et directeur général de 3i en France. *Nous ne sommes pas pessimistes quant aux perspectives pour 2008 : il se lève toujours beaucoup d'argent pour le LBO à travers le monde et ses performances demeurent relativement meilleures que celles des autres classes d'actifs.* » La société de gestion britannique pousse d'ailleurs assez loin la recherche de relais de croissance. Outre QPE, elle a créé une équipe Infrastructure, qui investit des tickets de 70 à 400 millions d'euros dans cette classe d'actifs. Une stratégie qui illustre la préoccupation existentielle des sociétés de gestion actuellement : faire du non-coté en l'absence de LBO...

Apprentissage

Autant d'activités qui demandent davantage de fonds propres - et qui signifient moins de rendement pour les fonds de LBO. « *Il y a quatre ou cinq ans, le private equity dégagait des rendements annuels nets de l'ordre de 15 %, rappelle Antoine Dréan. Ils sont montés à 20-30 % grâce à la permissivité du marché du crédit. Dans les années qui viennent, nous devrions revenir aux performances antérieures, avec des actifs plus longtemps en portefeuilles.* » Voilà qui devrait remettre en cause une vision idyllique que bon nombre de professionnels du LBO entretenaient sur leur activité (*lire l'entretien*). Ce d'autant plus qu'une étude menée par Standard & Poor's sur un échantillon de transactions montre que 53 % des sociétés n'atteignent pas leurs prévisions annuelles d'Ebitda et que la moitié affichent un retard sur leur plan de désendettement (*L'Agefi Edition de 7H du 13 février*). L'industrie du LBO européenne traverse sa première crise réelle. Mais c'est souvent dans la douleur que l'on apprend. ■