

Tenter l'aventure du LBO

Par Gilles Lockhart - publié le 01/12/2010

Le marché des reprises de sociétés par le levier du crédit bancaire repart. Si vous êtes partant, et pas allergique aux risques, voici les règles à connaître et les conseils à suivre pour valoriser votre investissement.

Vos quelques milliers ou dizaines de milliers d'euros mensuels ne vous suffisent plus. Vous visez le jackpot. Vous avez besoin d'adrénaline. Ah, si je pilotais un LBO (1), on verrait de quel bois je me chauffe ! Cela tombe bien, le marché de ces reprises d'entreprise par effet de levier repart. Il ne représente encore que le tiers de ce qu'il était en 2006 et en 2007, mais plusieurs grosses opérations ont été conclues au premier semestre : Sebia, cédé au fonds Cinven pour 800 millions d'euros (dont 320 millions de dettes). Spotless, racheté par BC Partners pour 600 millions (avec 50 % de dette). Cerba European Lab, acquis par PAI Partners pour 500 millions. Et Axa Private Equity a emporté Go Voyages pour 300 millions d'euros.

Des aspects juridiques et financiers essentiels

"Le marché est meilleur que l'an dernier et présente de belles perspectives en 2011", constate Frédéric Jannin, le fondateur d'Oloryn Partners, un cabinet qui conseille les managers (lire l'interview). "Ce n'est pas encore l'euphorie, mais on entend beaucoup de rumeurs, notamment de sorties en LBO pour les filiales de grands groupes", confirme Stéphane de Lassus, avocat associé de Sarrau-Tho-masCouderc.

Bref, il va y avoir des trains à prendre. 700 millions de dettes seniors, et moi, et moi, et moi ? Que faire si mon entreprise est concernée ? Quels sont les managers admis dans un LBO ? Combien faut-il miser ? Quels sont les risques ? Comment négocier au mieux son *management package*, ce document qui décrit les conditions financières de la répartition de la plus-value attendue ? Impossible de tout détailler : la simple synthèse des aspects juridiques et financiers d'un *management package* peut compter 40 pages. Pour un pacte d'actionnaires, comptez 100 à 120 pages. Quant aux contrats avec la ou les banques prêteuses, il s'agirait plutôt d'annuaires. "Les règles sont importantes", [...] et les experts soulignent certains points importants si l'on veut verser de six mois à un an de salaire - c'est le tarif habituel - pour entrer dans un LBO.

Un droit de regard durable de la part des banques

Deux choses apparaissent souvent sous-estimées : les banques vont avoir pendant des années un droit de regard majeur sur l'opération, et le management peut réellement peser sur le choix du fonds d'investissement - et a tout intérêt à le faire. [...]

Bien gérer le partenariat avec le fonds

"Le cercle 1 du management, c'est-à-dire le PDG, le directeur financier, voire un ou deux membres du comité de direction, a intérêt à faire entrer dans la négociation un ou deux autres fonds de son choix. C'est même de cet apport de partenaires qu'il tire son vrai pouvoir de négociation", conseille Frédéric Jannin. Inversement, il ne faut pas faire perdre son temps à un fonds qui n'a aucune chance d'être sélectionné. Un fonds peut consacrer 1 ou 2 millions d'euros à des prestations de conseil pour préparer une opération. Lui dire tout de suite qu'il ne sera pas retenu peut lui permettre d'économiser beaucoup d'argent. Tôt ou tard, il pourra vous en être reconnaissant.

(1) *Leverage buy out*: opération par laquelle un ou plusieurs fonds d'investissement, associés avec des managers d'une entreprise, rachètent celle-ci grâce au levier (*leverage*) du crédit bancaire et la gèrent dans une optique de revente à moyen terme pour multiplier leur mise.

Si vous souhaitez vous associer avec un fonds en particulier, ce n'est pas une raison pour être naïf. Le fonds est un partenaire potentiel, pas un ami. A la table des négociations, il amène ses propres collaborateurs. Faites de même, en choisissant des personnes de toute confiance, capables de vous épauler efficacement lors des débats. "Renseignez-vous sur les fonds, recommande Stéphane de Lassus. Les dirigeants de LBO avaient naguère fondé une petite association pour s'échanger des tuyaux. Appelez les managers avec qui ces fonds ont conclu des LBO, cherchez à comprendre leur style, leurs failles. Si vous envisagez de miser sur un LBO et si vous faites partie du cercle 2 des quelques dizaines de managers concernés par l'opération, mais pas décideurs des modalités (patrons de business unit, directeurs d'usine...), vous devez vraiment avoir confiance dans votre cercle 1. Le PDG, le DG et le directeur administratif et financier sont les courroies de transmission avec le fonds. Ce sont eux qui construisent le business plan. Tout passe par eux."

Une belle opportunité pour devenir patron

Christophe Parent, 45 ans, s'est mis en quête d'un partenaire financier en 2008, après avoir occupé des postes de direction à Sab Wabco et chez Faiveley, des sociétés sous LBO. Il s'est rapproché des fonds Alliance Entreprendre et UEO, depuis 2008 actionnaires majoritaires d'Otima, un spécialiste de la tôlerie fine (25 millions d'euros de chiffre d'affaires en 2009). "[...] J'ai d'abord réalisé une mission de conseil pour Otima, puis j'en ai pris la direction en octobre 2009, en tant que salarié, avant d'entrer au capital et d'être nommé directeur général en avril dernier."



Une belle opportunité pour devenir patron

Choisir le fonds en fonction de sa stratégie

Pourquoi le management souhaiterait-il investir avec un fonds plutôt qu'un autre ? La réponse impose de réfléchir à la stratégie. "Il faut comprendre que, quand vous participez à un LBO, les modes de gestion sont différents de ceux d'un groupe en matière d'investissements ou de génération de cash notamment, explique Michel Lanneau, associé du cabinet X-PM Transition Partners. Vos objectifs de création de valeur et vos horizons de temps doivent être parfaitement alignés avec ceux du fonds qui est votre actionnaire principal pour une durée de trois à cinq ans". [...]

Question subsidiaire : peut-on offrir ses services de manager repreneur à un fonds pour investir à ses côtés dans un LBO ? C'est le pari fait par l'association MB-Entreprendre. "Nous sommes un petit cercle d'une trentaine de membres, désignés par cooptation et disposant tous d'une expérience de dirigeant dans différents secteurs d'activité, explique Christophe Parent. Nous veillons à être confidentiels dans nos approches, et proposons de prendre la direction ainsi qu'une participation financière auprès de fonds d'investissement dans des entreprises valorisées entre 10 et 100 millions d'euros."

Des opportunités devraient se présenter en 2011-2012, avec le débouclage prévu des nombreux LBO conclus en 2006 et 2007. Certains d'entre eux, qui ont souffert de la crise, vont probablement être réaménagés et prolongés. "Quand un LBO ne se passe pas tout à fait bien, on peut avoir la tentation de faire appel à un manager de transition : directeur financier, contrôleur de gestion, quelqu'un qui puisse mener un projet de restructuration ou une refonte du système d'information, constate Thomas Starkloff, associé de X-PM Transition Partners et coauteur de Le Management de transition (Dunod). Mais l'image du fonds qui change tout le management pour placer ses hommes est un pur fantasme." Frédéric Jannin relativise : "Joindre un LBO à l'unité ? Le nombre d'ouvertures est petit. Cela dit, il peut y avoir des départs en retraite, des personnes qui ne veulent pas faire l'opération suivante..." Il faut donc ouvrir l'oeil. Sans oublier qu'il faut d'abord ouvrir son chéquier. Pour gagner gros... ou pour tout perdre.