

Les *serial LBO* sont-ils des pousse-au-crime ?

« *Qui paie ses dettes s'enrichit* » nous enseigne le proverbe. Le petit monde des LBO applique actuellement la version dévoyée du bon mot de Balzac : « *Qui perd ses dettes s'enrichit* ».

Le *leveraged buy-out* (LBO) est le rachat d'une société cible par une holding qui s'endette et rembourse par les excédents de trésorerie de la cible sous forme de dividendes. D'après Thomson Financial, une fusion acquisition sur cinq en 2006 est initiée au niveau mondial par un fonds de *Private Equity* (PE), contre une sur trente-trois en 2000.

Dans un start up, le risque économique, incarné par l'effet de ciseau des recettes sur les charges fixes de démarrage, est tellement fort que les fonds propres s'imposent comme mode de financement. Une fois arrivée à maturité, le risque économique de l'entreprise est plus faible car elle a largement dépassé son point mort. On peut alors libérer les fonds propres de l'entreprise mature, en les remplaçant par de la dette, que les investisseurs recycleront dans d'autres start ups. Comme les charges fixes d'exploitation qui font qu'un entrepreneur de start up réfléchit à deux fois avant d'engager des dépenses, les charges fixes financières du LBO mettent l'entreprise mature sous tension dans la gestion de ses dépenses et de ses investissements : c'est le pouvoir disciplinaire de la dette, destiné à éviter le gaspillage économique des entreprises à trésorerie pléthorique. L'allocation du capital est ainsi optimisée, au double niveau macro- et micro-économique.

Cela s'entend tant qu'on respecte l'orthodoxie des critères dans le choix de la cible d'un LBO : des flux de trésorerie disponibles importants et récurrents pour rembourser la dette avec des amortissements réguliers. Il ne peut donc s'agir que d'une entreprise mature à forte rentabilité et faible croissance (limitant les besoins en fonds de roulement et investissements), opérant dans un secteur non soumis aux risques cyclique, technologique et matières premières, ni exposé au choc de la mondialisation. Le LBO s'analyse alors comme de l'escompte de dividendes dégagés par une activité à faible risque

économique, auquel on peut désormais substituer le risque financier des charges fixes de l'endettement qui s'autofinancent (*self-liquidating debt*).

Les prêts d'aujourd'hui sont les intérêts de demain et... les provisions d'après demain.

A la suite du dégonflement de la bulle High Tech, surcompensé par une création monétaire mal calibrée, l'argent s'est reporté massivement sur les LBO, engendrant un trop plein de liquidités à investir sur un nombre insuffisant d'opportunités de qualité (*too much money chasing too few deals*). Sous la pression de la concurrence entre fonds de PE, les prix des cibles de LBO ont excédé leur valeur fondamentale « en l'état ». Comme aux Etats-Unis en 1987-1991, un net relâchement des critères de sélectivité s'en est suivi : plus de dette, -- de surcroît sans amortissement et sur des activités cycliques ! --, requérant des croissances volontaristes du chiffre d'affaires et des marges d'exploitation pour « espérer » couvrir la dette à rembourser in fine. Les banquiers assument ainsi de plus en plus le risque de valorisation de sortie qui incombe normalement aux actionnaires, sans avoir la rémunération qui va avec... Certains banquiers ont oublié que « *les prêts d'aujourd'hui sont les intérêts de demain, mais aussi les provisions d'après demain.* » N'omettons pas qu'il faut aussi désormais parier sur une hausse des multiples de valorisation à la sortie du LBO pour dégager cette même dette et assurer le taux de rentabilité interne (TRI) du fonds de PE. « *A croissance et rentabilité élevées, multiples (de sortie) élevés* » martèle la profession. Certes, mais, dans un secteur mature, la hausse du chiffre d'affaires (*top line*) passe par la croissance externe, dont on connaît l'absence de pérennité : quand on interrompt les acquisitions, la croissance s'arrête aussi. Pour améliorer les marges (*bottom line*), la réduction des coûts rencontre vite ses limites : à force de tailler dans le gras, on sectionne le muscle. Il serait plus juste de dire : « *à croissance et rentabilité opportunistes, multiples élevés... temporairement* ». Jusqu'à l'arrêt de la musique. Ajoutons : « *à hausse des taux et de la dette non*

amortie (donc, du risque), multiples plus faibles par rapport à la situation antérieure. »

Les stratégies de sortie de LBO, destinées à monétiser les plus-values des fonds de PE, sont au nombre de quatre. L'introduction en bourse et la recapitalisation/refinancement présentent l'inconvénient d'être des sorties partielles, assujetties à la cyclicité et à la bonne tenue de la bourse et des marchés de la dette. La cession industrielle et la cession financière à un autre fonds de PE (« LBO en série ») permettent une sortie plus rapide et surtout totale. La pression concurrentielle à l'entrée joue aussi à la sortie, car les gérants d'un fonds de LBO lèvent leur prochain fonds sur la base du TRI de leur dernier fonds. Or, la faiblesse inhérente au mécanisme du TRI, à savoir l'insoutenabilité du réinvestissement à un taux identique au TRI sur longue période, pousse à sortir rapidement. Ainsi, la durée requise pour qu'un fonds double sa mise initiale est critique pour le calcul du TRI : il est de 15% par an sur cinq ans, 26% sur trois ans et un « sympathique » 41% sur deux ans. Autrement dit, quand on surpaye à l'entrée, il faut sortir de plus en plus vite pour « fabriquer du TRI » (*flipping*).

Les premiers sont grassement payés pour dégraisser les seconds

Les « LBO en série » se sont imposés comme la solution de facilité : d'après LBO Net, cité dans *La Tribune*, la moitié des LBO français au premier semestre 2006 sont des *serial LBO*. Qu'ils aient pris le pas sur les cessions industrielles, sortie « naturelle », est symptomatique. Le fonds A revend deux ans plus tard au fonds B, qui revend dix-huit mois après au fonds C, qui revend l'année suivante au... fonds A. A croire que certains ne s'efforcent même plus de maintenir les apparences. Et ce, avec une hausse du multiple de valorisation à chaque changement de main. L'échange de bons procédés à des prix de convenance guette, comme dans l'endogamie endémique entre marchands de biens immobiliers au début des années quatre-vingt dix. Le scénario de collusion (à la sortie) entre quelques acteurs gagne en vraisemblance au moment où une plainte pour entente (à l'entrée) vient d'être déposée à l'encontre de treize fonds LBO américains.

Pour ne rien gâcher, les cessions en série augmentent les commissions du fonds qui font vivre tout un aréopage de conseils, qui ne seront pas les payeurs : par exemple cette année, 120 millions d'euros de commissions et frais divers sur une transaction de 3,1 milliards. Ces coûts de « frottement » (sic !) transactionnel, couplés à la hausse des multiples d'entrée, exigent toujours plus de sabrages de dépenses dans le *serial LBO* qui se transforme en *cost killer* chronique : l'auto emballement du système dérape en *serial killer*. Et c'est l'équipe dirigeante du *serial LBO* qui officie aux basses oeuvres des suppressions d'emplois grâce aux incitations financières du *Management Package*, devenues indécentes : la première est grassement payée pour dégraisser les seconds. Sauf qu'il ne s'agit pas ici de l'Education Nationale.



Par Christophe J. Nijdam,
Associé-gérant CapitalAction,
maître de conférences à
Sciences Po Paris

opinion publiée dans *Le Nouvel Economiste*
du 15 décembre 2006

Addendum postérieur à la publication (09/11/2008) :

- Les premiers craquements se font ressentir dans les LBO en France (www.capitalaction.com/Private_Equity_Magazine-10-2008.pdf)