

## La mécanique des LBO (leverage buy out)

*Les fonds spéculatifs usent (et abusent) de la mécanique des LBO (leverage buy out), qu'on traduit en français par « effet de levier ». A nouveau, les sommes levées par ce type d'opération sont énormes : 584 milliards de dollars en 2006, en hausse de 23% par rapport à un an plus tôt.*

Il existe deux grands types de LBO : le management buy out (MBO), où la société est rachetée par son équipe de direction voire ses cadres, et le management buy in (MBI), où ce sont des dirigeants repreneurs extérieurs qui prennent les commandes. Dans les deux cas, ils sont étroitement liés à la manœuvre et peuvent espérer se constituer un patrimoine personnel important. Mais c'est bien le fonds en tant que tel qui injecte en majorité l'argent.

Un fonds spéculatif a donc l'intention de mettre la main sur une société. Très souvent, il compte prendre une part majoritaire dans le capital, même si dans certains cas, les PME par exemple, il peut se contenter de rester minoritaire aux côtés des dirigeants. A noter également que les sociétés ciblées sont souvent dans le rouge, donc déforcées.

L'acquisition va donc se faire via un holding de reprise (dans lequel le fonds représentera entre 30 et 50% du capital), qui détiendra les titres de l'entreprise ciblée et supportera les emprunts consentis par les banques. La plupart du temps, ces emprunts sont remboursés dans les sept ans qui suivent l'acquisition, grâce aux dividendes reversées au holding. Et les titres acquis servent de garants.

Pour évaluer la valeur de la société cible, on va le plus souvent utiliser l'Ebit (Earnings before interest and taxes), ce qui correspond grosso modo au résultat d'exploitation. Cela permet de voir dans quelle mesure la société est capable de dégager des bénéfices sur son activité propre. La faisabilité d'un LBO est donc déterminée par sa capacité de remboursement des emprunts d'acquisition, grâce aux cash-flows futurs.

L'opération suppose aussi une clause d'exclusivité. Lorsqu'un fonds plonge sur une société, pas question donc de faire jouer la concurrence pour mieux cerner la valeur de revente : « *Plutôt que d'attendre une hypothétique victoire dans un appel d'offres, les fonds tablent désormais sur une nouvelle tactique pour décrocher la timbale : mettre sur la table une offre tellement alléchante que le propriétaire – même non désireux de vendre – ne peut refuser* » (in *Les Echos*, 25 oct 05).

### Sept ans pour rembourser

Une fois le LBO réussit, le nouvel actionnaire – donc le fonds via le holding – va tenter de générer un maximum de profits pour rembourser les emprunts. Il espère ainsi un retour sur capitaux propres de l'ordre de 20 à 30% par an.

Mais la mécanique permet également un deuxième effet de levier : le financement par endettement implique que les charges d'intérêts dues aux banques viennent diminuer le résultat avant impôt du groupe formé par l'entité acquise et le holding.

A noter également que les banques sont bien parties prenantes de l'opération : taux d'intérêt revu à la baisse, conventions de crédit allégées, emprunt calculé en fonction des résultats espérés de l'entreprise, ... « *C'est en réalité l'entreprise acquise qui finance sa propre acquisition* » (in *Les fonds d'investissement à l'assaut des médias*, nov 05).

Sur le terrain, le management doit donc rapidement maximiser les rentrées et réduire les coûts. Dès lors, l'investissement est souvent la première victime de ces stratégies.

Sur le plan social, on assiste à une rationalisation de l'organisation de

l'entreprise. Donc à une réduction des effectifs, bien que ce type de fonds s'en défende : « *La croissance moyenne des effectifs des sociétés de l'échantillon (ayant fait ou faisant l'objet d'un LBO) est de 40% sur 4 ans, soit 8,7% par an* » (in *LBO et développement de l'entreprise en France*, Association française des investisseurs en capital).

### **Et après ?**

En règle générale, l'opération est rentable endéans les sept ans. Et après ? Les portes de sortie sont diverses : cession à un acquéreur industriel, introduction en Bourse, voire un nouveau LBO par un autre fonds ...

Les LBO interpellent, et nourrissent certaines craintes. Qui émanent bien sûr des syndicats (la CGT en France vient de créer un « Collectif LBO » - <http://www.collectif-lbo.org>), qui condamnent le « court-termisme » des fonds. Mais également du patronat qui ne voit pas d'un bon œil se répéter des « *opérations insensées* », selon les mots de Claude Bébéar d'Axa (in *La Tribune*, 13 nov 06). Qui demande donc plus de transparence (les fonds spéculatifs obéissent à un nombre minimum de règles). Certains craignent à terme une « *financiarisation de la société* ».

Les analystes mettent aussi en avant la faiblesse de la mécanique du LBO, où la dette substitue les capitaux propres : « *Cette sous-capitalisation structurelle des entreprises en LBO les rend particulièrement sensibles aux retournements de conjoncture ainsi qu'à la hausse des taux d'intérêt* » (in *Alternatives Economiques*, nov 06).

Quoi qu'il en soit, 2007 a démarré sur les chapeaux de roue, et les acquisitions par LBO représentent déjà un petit pactole.

**Antoine Gruselin**

© 6com.be