

Les LBOs, une menace pour l'économie ou au contraire une chance pour la croissance et l'emploi ?

Patrick Sayer (77)

A ENTENDRE CERTAINS HOMMES politiques, le LBO, terme anglo-saxon consacré pour désigner le rachat d'une entreprise avec un effet de levier serait une menace pour l'économie et le cortège d'opérateurs qui réalisent ou facilitent ces transactions ne seraient que des malfaisants, à ranger dans le camp des "dépeceurs, désosseurs" et autres équarisseurs d'entreprises¹.

Ce rejet très français pour la chose financière et certaines des techniques qui l'accompagnent doit peut-être dans l'inconscient populaire à l'interdiction durable par l'Église catholique, levée seulement au début du XIX^e siècle, du prêt avec intérêt, interdiction ignorée par les protestants et les israélites. Il est aujourd'hui alimenté par le poids considérable pris par les fonds anglo-saxons dans le financement en fonds propres des entreprises françaises² et le sentiment de dépendance voire de malaise qui s'ensuit alors que l'origine de ce déficit de financement national est à rechercher du côté de l'absence d'initiative et du caractère tabou de tout débat autour du système des retraites, initiatives Thomas et Fillon mises à part. Chacun sait en vérité que si la France s'était dotée d'un système de fonds de pension lorsque les Américains procédaient aux réformes du leur, notre indépendance financière n'aurait rien à voir avec ce qu'elle est aujourd'hui.

Toujours est-il qu'il convient de remettre un peu de sérénité et de bon sens dans un débat par trop politisé en

tendant de répondre à certaines des assertions négatives qui caractérisent les LBOs.

Contrevérité n° 1

La logique des opérations de LBO conduit à privilégier le court terme en sacrifiant les investissements et donc le moyen terme

Pour y répondre, commençons par nous demander quelle est l'origine des affaires qui font l'objet d'un LBO ? Ceci dépend de la taille des entreprises, mais il y a typiquement trois sources principales : les affaires familiales, les sorties de groupes industriels, les LBOs secondaires (c'est-à-dire des LBOs sur des sociétés ayant déjà fait un LBO). Les cessions de groupes forment l'essentiel du contingent. Il serait hâtif de généraliser mais on observe en général que les affaires cédées par les groupes sont des affaires mûres dans un contexte concurrentiel bien structuré, à bonne rentabilité donc dégagant un *cash-flow* significatif. Pourquoi sont-elles alors cédées ? Parce qu'elles ne correspondent plus au cœur de métier du groupe et que les disponibilités dégagées par leur cession pourraient être "plus utilement" affectées à la croissance externe sur le cœur de métier, au désendettement sans parler de l'effet positif escompté sur les multiples boursiers par la sortie d'une activité mûre. On voit bien les effets pervers que peuvent

avoir de telles analyses³ mais ce qu'il faut retenir, c'est que, le plus souvent, les *cash-flows* de ces entreprises n'étaient pas affectés à leur développement mais à celui d'autres activités du groupe, ce qui d'ailleurs n'est pas économiquement ou financièrement contestable. Il n'en reste pas moins qu'une filiale de groupe de type "vache à lait" n'est, par construction, pas la société au profit de laquelle le groupe va arbitrer ses investissements prioritaires. Ceci peut se traduire par des investissements réduits au "maintien" de l'outil de production, les projets plus structurants de croissance externe ou de réorganisation efficiente des capacités de production étant repoussés à plus tard. À l'inverse, une société qui fait l'objet d'un LBO ne peut plus se reposer sur un groupe et ne doit compter que sur ses forces propres et ses investissements pour considérer l'avenir avec sérénité. C'est pourquoi les opérateurs de LBO intègrent systématiquement les investissements de maintien mais aussi les investissements de développement de l'outil de production dans le "business plan", c'est-à-dire le jeu de projections financières qui forment la base du contrat de confiance passé entre les dirigeants et les investisseurs en fonds propres mais également entre ces derniers et les banquiers prêteurs. Il est par conséquent injuste de faire aux investisseurs financiers le procès d'intention que leur implication nuit à l'effort d'investissement. D'ailleurs, en étant tout à fait

cynique, une telle démarche irait à l'encontre de leurs intérêts car l'acquéreur de leur participation à la sortie du LBO, qu'il s'agisse du marché *via* une introduction en Bourse ou d'un nouvel acquéreur industriel ou financier, ne manquerait pas, dans son évaluation, de pénaliser l'entreprise d'un sous-investissement relatif et de sa fragilité à faire face aux défis futurs. Ce qui est incontestable en revanche, c'est que le tamis qui sert de discriminant aux nouveaux investissements devient plus serré, chaque projet devant se justifier par lui-même dans un environnement financièrement plus contraint. La quantité de projets approuvés peut, le cas échéant, s'en faire ressentir, rarement la qualité et l'intérêt ultime pour l'entreprise.

Contrevérité n° 2

La logique des LBOs conduit à des restructurations et à des destructions d'emplois

La force de cette affirmation vient du fait que les acquéreurs financiers ont dans leur boîte à outils d'instruments de création de valeur une remise en question quasi systématique des "business processes". Derrière ce terme, certains croient voir restructurations et licenciements, c'est inexact. Cette remise en question vise en fait à rechercher ce qui est fait bien et pourrait être fait encore mieux. De fait, les chantiers de création de valeur portent sur les sujets d'optimisation industrielle ou logistique, la réduction du besoin en fonds de roulement ou l'organisation du processus d'investissement. La réduction en soi des charges salariales n'est quasiment jamais un sujet d'étude et si une suppression de poste intervient, elle n'est que le résultat indirect d'une prescription visant à améliorer l'efficacité opérationnelle de l'entreprise. En réalité, on s'aperçoit le plus souvent que la redynamisation des filiales non stratégiques de grands groupes a un effet sur la croissance des effectifs salariés de celles-ci et que les suppressions de postes sont très vite plus que compensées par des augmentations nettes. Une étude⁴ réalisée par LEK et le cabinet Constantin pour

l'Association française des investisseurs en capital (AFIC) quantifie ce phénomène en chiffrant à 6 %, ce qui est considérable, le différentiel positif de la population salariée d'entreprises sous LBO par rapport à la moyenne nationale.

Contrevérité n° 3

La logique des LBOs nuit à la croissance des entreprises car tout leur cash-flow est ponctionné pour réduire la dette et rémunérer les investisseurs en capital

Le propos est là aussi tentant et paraît frappé au coin du bon sens. Il convient d'ailleurs de relever que les niveaux de la dette parfois proposés par les banquiers commerciaux peuvent donner froid dans le dos. La norme se situe aujourd'hui à 4,2⁵ fois l'excédent brut d'exploitation (le célèbre EBITDA⁶). Heureusement, le bon sens reste quand même une qualité assez répandue chez les opérateurs et le réalisme prévaut. C'est-à-dire que les opérateurs adoptent, en général, des niveaux de dette supportables selon les plans de financement prévisionnels des entreprises qui intègrent l'effet consommateur de capitaux de l'augmentation du besoin en fonds de roulement mais également les investissements de croissance ou de développement.

Que les investissements soient contraints, c'est un fait. Que cette contrainte handicape la croissance suppose un raccourci de raisonnement. Un tel raccourci fait abstraction du fait que la contrainte financière et l'adéquation entre les intérêts de management et ceux des actionnaires engendrent un comportement qui privilégie les bons investissements et pas ceux trop souvent effectués, qu'elle qu'en soit l'utilité, pour respecter une enveloppe budgétaire autorisée...

Il faut aussi penser que les investisseurs financiers, lorsqu'ils procèdent à la cession de leurs investissements, ont besoin de pouvoir raconter une histoire : cette histoire, qui sera le plus souvent racontée aux futurs investisseurs boursiers, n'existe que s'il y a croissance. Un exemple illustre

remarquablement ce propos : Neopost, société sortie de l'orbite Alcatel que certains considéraient comme condamnée à terme quand Fonds Partenaires en a pris le contrôle en 1992. Quel avenir pour l'affranchissement du courrier alors que s'annonçaient l'*e-mail* et l'Internet ? Pourtant en positionnant la société sur des concepts novateurs qui lient l'organisation des moyens d'affranchissement aux techniques les plus modernes, le management de la société a, notamment sous l'impulsion de BC Partners, multiplié par cinq la valeur de la société en deux ans, permettant à ce groupe de devenir le consolideur européen de cette activité en face de l'américain Pitney Bowes.

Pour illustrer la non-pertinence de notre dernière assertion, la même étude citée plus haut démontre que loin de constituer un frein à la croissance, la croissance des entreprises sous LBO aurait été de 6,6 % entre 1988 et 2002 contre 3,9 % pour l'augmentation du PIB pendant la même période.

Il est grand temps de laisser de côté les tabous qui entravent les LBOs sous prétexte que le concept et la sémantique viennent de l'étranger⁷. Il faut admettre que les LBOs participent à un mode de financement des entreprises, complémentaire du capitalisme familial et des marchés financiers. Loin de détruire de la valeur dans les entreprises qui en font l'expérience, il permet le plus souvent de les accompagner dans leur croissance et de préparer leurs structures managériales à l'expérience très structurante d'une future introduction en Bourse. ■

1. Interview du ministre de la Culture, Jean-Jacques Aillagon, le 12 septembre 2002 (à noter que le mot désosseur ne figure pas au *Robert* de la langue française).

2. Les non-résidents détiennent 35% des actions françaises (Banque de France, décembre 2003).

3. À comparer avec la critique faite à AXA lors de la cession de la banque d'affaires DLJ en 2001, au sommet de la bulle Internet.

4. LBO et développement de l'entreprise en France - AFIC - 2004.

5. Source : S&P.

6. *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (souvent injustement appelé *cash-flow*).

7. Il est vrai qu'au concept anglo-saxon de *Leverage Buy-Out* (LBO) s'est opposé le concept français du Rachat de l'entreprise par ses salariés (RES), concept de nature fiscale et par conséquent très réducteur de l'étendue possible de ce type d'opérations.