

LES LBO, L'ENTREPRISE ET LE MANAGEMENT

Hervé Couffin (71) a été « partner » cofondateur de PAI, le premier fonds de LBO français, avant de créer **Callisto** qui accompagne aujourd'hui les équipes de Management dans ces opérations. Il nous apporte son éclairage sur les implications d'un LBO pour l'entreprise et pour son Management.



Hervé Couffin (71)

Pouvez-vous nous rappeler en quoi consiste un LBO ?

Une opération de LBO (Leveraged Buy Out) est le rachat d'une entreprise par un fonds d'investissement, financé pour partie par endettement. Elle résulte le plus souvent de la cession par un groupe d'une filiale non stratégique, ou de la cession d'une entreprise familiale.

De nombreuses entreprises sont ou ont été l'objet d'opération de LBO. Pour citer quelques noms connus du grand public : Picard, Yoplait, Gerflor, Quick, Numéricable, TDF, Nocibé, Kiloutou, Sandro, Maje, Maisons du Monde, Algeco, Europcar, Elis, Foncia, hotels B&B, Parkeon, Oberthur...

En quoi un LBO peut-il constituer une chance pour une entreprise et pour son Management ?

Le LBO repose sur un contrat moral entre un actionnaire professionnel et une équipe de Management, autour du projet de développement

d'une entreprise sur une durée clairement définie (à moyen terme, typiquement 4 à 5 ans), et avec un objectif commun de création de valeur. Le rôle de chacun est bien défini : le Management est en charge de la gestion opérationnelle, le fonds se concentre sur les décisions d'actionnaire. Les intérêts de l'actionnaire financier majoritaire et du Management sont alignés, car les principaux managers deviennent actionnaires à travers ce que l'on appelle le « management package ».

L'expérience montre que cela fonctionne bien le plus souvent : les performances de l'entreprise sont dopées par le partenariat ainsi établi entre le Management et le fonds, et on peut faire le constat que les LBO ont permis à un grand nombre d'entreprises moyennes de se développer fortement, de s'internationaliser davantage et d'accroître leurs positions stratégiques, par exemple, par le biais d'acquisitions.

Les échecs sont au total assez peu nombreux et sont liés le plus souvent à un prix d'achat trop élevé, un endettement excessif ou à la cyclicité de l'activité.

Quelles sont les difficultés que le management va rencontrer dans le LBO ?

Dans un LBO, le Management va se trouver confronté à un actionnaire professionnel très exigeant en matière de performance. La médiocrité ou l'approximation ne seront pas tolérées. De plus, dès lors que le LBO est un exercice qui s'inscrit sur une durée limitée (4 ou 5 ans), le Management va devoir mettre en place des plans d'actions à une vitesse accélérée.

En contrepartie, le fonds se montrera très réactif et à même de répondre rapidement à toutes

les questions stratégiques que le Management peut souhaiter poser à son actionnaire.

Le fonds a un objectif clair et simple : maximiser la création de valeur, et l'expérience montre d'ailleurs le plus souvent qu'il est totalement compatible avec l'objectif de développement de l'entreprise : celle-ci se valorisera d'autant mieux à la sortie qu'elle se sera bien développée et aura accru son positionnement stratégique.

Quant aux dirigeants de l'entreprise, il leur est demandé d'oublier partiellement leur statut de salarié et de se transformer en entrepreneur.

Comment se construit la relation entre le Management et le fonds d'investissement ?

L'outil qui va permettre la construction du pacte entre le Management et le fonds d'investissement est le « management package ». Il va permettre au Management de devenir actionnaire et ainsi garantir ce qu'on appelle « l'alignement des intérêts ».

Il s'agit de demander au Management de prendre un certain risque financier en investissant dans le LBO, à la hauteur de ses moyens, afin de montrer sa confiance dans le projet. En contrepartie, le management pourra réaliser des gains substantiels si la performance finale du LBO est bonne, voire très substantiels si la performance est très bonne.

Le « management package » répond-il à des standards ?

Le « management package » doit être adapté à chaque contexte d'entreprise, de transaction LBO et notamment il doit tenir compte du business plan de la société. C'est un outil sophistiqué et



LE LBO REPOSE SUR UN CONTRAT MORAL ENTRE UN ACTIONNAIRE PROFESSIONNEL ET UNE ÉQUIPE DE MANAGEMENT, AUTOUR DU PROJET DE DÉVELOPPEMENT D'UNE ENTREPRISE SUR UNE DURÉE CLAIREMENT DÉFINIE (À MOYEN TERME, TYPIQUEMENT 4 À 5 ANS), ET AVEC UN OBJECTIF COMMUN DE CRÉATION DE VALEUR.

construit sur mesure. Il doit être négocié par le Management avec ses conseils. L'expérience montre qu'il existe une très grande dispersion des performances du « management package » pour une performance de LBO donnée.

Le « management package » doit être capable de résister à une durée de LBO qui s'allonge. Il doit non seulement se montrer excellent dans les très bons scénarios, mais aussi assez bon dans les scénarios plus moyens.

De plus, le Management doit être mis en garde contre un certain nombre de pièges potentiels tant dans la construction du package que dans les accords d'actionnaires qui vont l'accompagner. À titre d'exemple, les clauses anti-dilution sont très importantes dans tous les LBO où des acquisitions sont envisageables, et elles doivent donc être négociées sur mesure dès le départ.

Quel est l'apport de Callisto au Management ?

J'ai créé Callisto, avec un ancien collègue « partner » d'un des premiers fonds de LBO européens, il y a une dizaine d'années, avec pour objectif d'offrir aux équipes de Management des services de conseils professionnels parfaitement ciblés pour cette problématique. Contrairement aux banques d'affaires, nous avons aussi voulu présenter une offre totalement protégée de tout conflit d'intérêts : Callisto ne travaille jamais pour les fonds d'investissement.

Callisto est très rapidement devenu la référence sur ce marché et nous avons conseillé au fil des années plus de 80 équipes de Management dans des transactions « mid et large cap » (c'est-à-dire pour des valeurs d'entreprise allant de 150 M€ à

plusieurs milliards). Notre rôle consiste ainsi à accompagner le Management en tant que conseil financier, l'initier à l'environnement du « private equity », lui faire prendre conscience des enjeux de l'opération à venir et l'aider à se préparer pour le LBO.

Callisto est en quelque sorte le banquier conseil du Management face aux fonds de LBO et apporte ainsi à ses clients sa longue expérience et la connaissance intime des fonds et des transactions LBO.

Callisto va également se charger de négocier les termes économiques du « management package »

CALLISTO EST EN QUELQUE SORTE LE BANQUIER CONSEIL DU MANAGEMENT FACE AUX FONDS DE LBO ET APORTE AINSI À SES CLIENTS SA LONGUE EXPÉRIENCE ET LA CONNAISSANCE INTIME DES FONDS ET DES TRANSACTIONS LBO.

ainsi que les principales dispositions du pacte d'actionnaires (gouvernance, liquidité, anti-dilution, clauses de départ anticipé). Le benchmarking montre que les écarts sont considérables entre un très bon et un médiocre management package.

Et quelle est votre implication dans les LBO secondaires ?

Nous sommes très actifs également dans les LBO secondaires (LBO qui succède à un premier LBO). S'agissant du « management package », nous constatons que les dirigeants concernés, qui ont donc connu une première opération de LBO, ont

très fortement conscience du besoin d'être épaulés sur le plan technique dans la négociation du nouveau package. Ils ont eu l'occasion de mesurer la technicité et la complexité du management package lors de leur première opération.

Par ailleurs dans un LBO secondaire notre mission s'élargit souvent à d'autres problématiques telles que le « mapping » des fonds : il s'agit de réfléchir au profil des fonds susceptibles de répondre au mieux à la stratégie et à la culture de l'entreprise. ■