



LBO Le bout du tunnel

Par Fabrice Anselmi - 18/11/2010

De grandes opérations soutiennent à nouveau un marché du « leveraged buy-out » qui devrait s'activer en 2011.

Des fonds de LBO (*leveraged buy-out*) ont approché Yahoo! indirectement, via la société chinoise Alibaba détenue à 40 % par le géant américain de l'internet, en vue d'une possible transaction, a annoncé l'agence Reuters le 10 novembre. Serait-ce un signe qu'il y a à nouveau assez de financements en fonds et en dette pour mettre la main sur une société capitalisée 22 milliards de dollars en Bourse ?

Il reste près de 420 milliards de dollars de fonds engagés mais non appelés (*dry powder*), dont 80 % à investir avant la fin de la période 2012-2013, parce que levés en 2007-2008, rappelle Prequin dans son dernier bilan trimestriel. Avec une possibilité d'embouteillage : « *Si on reste sur le rythme des douze derniers mois, on risque effectivement de ne pas pouvoir tout investir sereinement*, reconnaît Jacques Garaïalde, *managing partner* de KKR pour la France. *Mais on ne sait pas comment le marché peut évoluer d'ici là, et il y a toujours moyen de s'expliquer avec les investisseurs pour allonger la durée d'investissement du fonds* (en théorie de cinq ans sur dix, NDLR) *et ne pas agir dans la précipitation* », nuance-t-il. Lui n'avait pas eu besoin, cependant, de réduire la taille de son fonds, contrairement aux Permira, TPG, PAI, Candover ou Sagard (plus ou moins sous la contrainte), dont les négociations avec leurs investisseurs tout au long de l'année 2009 avaient alors démontré une « surcapacité » d'investissement en *equity*.

Financements obligataires

Les financements sont aussi de retour ! Les banques se sont à nouveau intéressées à la dette LBO (senior) à partir de janvier, tout en restant à la fois très sélectives et agressives sur les opérations sélectionnées. Les établissements de crédit n'ont en effet pas complètement lâché ce marché qui a vu logiquement les marges bancaires augmenter sensiblement (autour de 500 points de base désormais) pour compenser des risques apparus avec la crise et des nouvelles contraintes prudentielles... Mais également les commissions d'arrangement, passées de 2 % à 4 %, ce qui n'apparaît pas toujours aussi justifié aux yeux des emprunteurs !

« *Nous sommes passés d'un marché où les opérations se faisaient essentiellement sous forme de clubs réunissant les banques relationnelles proches pour des tailles limitées à 200 ou 300 millions d'euros de dette, à un retour généralisé de la prise ferme par quelques établissements, et depuis le deuxième trimestre à des syndications élargies pour des tailles beaucoup plus significatives* », explique Damien Lamoril, *managing director* chez SG CIB. Avec des souscriptions encore essentiellement bancaires, même si des marques fortes comme Picard Surgelés (rachetée par Lion Capital 1,5 milliard d'euros fin septembre) ou l'opérateur télécoms helvétique Sunrise (racheté par CVC 3,3 milliards de francs suisses début octobre) ont aussi pu mobiliser beaucoup d'autres institutionnels, notamment divers fonds de dette.

La plus grande nouveauté, surtout en Europe, est le retour de financements obligataires à « haut rendement » (*high yield*)

bonds, L'Agefi Hebdo du 14 octobre). Les deux émissions sur Picard (300 millions d'euros) et Sunrise (1,58 milliard de francs suisses) ont été largement et rapidement sursouscrites en Europe, démontrant un appétit des investisseurs pour ce genre de signatures qui offrent des coupons annuels proches de 9 % et de la liquidité sans besoin de dette mezzanine. « *Très utilisée en 2005-2008 en France et au Royaume-Uni, celle-ci est désormais trop chère pour des montages qui se veulent prudents* », confirme Eddie Misrahi, président d'Apax Partners France, qui vient de boucler avec Bridgepoint le rachat couplé des bijouteries Histoire d'Or et Marc Orian (pour 620 millions d'euros).

Entre la dette syndiquée (71 milliards de dollars émis depuis janvier selon Dealogic, *voir le graphique ci-dessus*) et la dette obligataire, les bureaux d'analyse estiment désormais possible de financer des LBO de 5 milliards d'euros. « *Rien qu'en France, il y a trois ou quatre dossiers qui pourraient sortir autour de 1 milliard d'euros début 2011* », ajoute Valérie Lemaître, associée en financement du cabinet Cleary Gottlieb. Aux Etats-Unis, TPG et Bain Capital préparent quand même une opération de 7,5 milliards de dollars sur le fournisseur de disques durs Seagate Technology.

« Deal-flow » normalisé

Après une année 2008-2009 « blanche » en transactions nouvelles faute de financements et parce que les gérants de fonds étaient affairés à renégocier la dette de leurs participations, celle qui vient de s'écouler a donc été nettement plus positive, avec notamment un grand nombre d'annonces juste avant l'été. En Europe, où le marché a repris moins vite qu'aux Etats-Unis, les LBO ont représenté 45 milliards de dollars sur les trois premiers trimestres 2010, contre 12 en 2009, mais restent d'un gros tiers inférieur à 2008 (toujours fin septembre). Surtout, une trentaine de transactions de grande taille, au-dessus du milliard (de dollars ou d'euros, *voir le tableau ci-contre*), ont quand même soutenu ce marché au niveau mondial.

Les fonds sont d'abord repassés à l'achat sur les « valeurs sûres », par exemple des entreprises dans les secteurs de la santé (Marken, IMS Health, Cerba, Vedici, etc.) ou des biens de consommation (Pets at Home, Spotless, Picard Surgelés, B&B Hotel, etc.) qui avaient résisté dans la tempête, parfois même en annonçant d'abord des opérations *all equity* comme pour Cinven sur Sebia en février. Plus de la moitié des LBO ont aussi concerné des opérations secondaires ou tertiaires, « *qui s'avèrent d'autant plus faciles à financer qu'ils présentent souvent un risque moindre* », rappelle Laurent Baril, associé-gérant chez Rothschild. Les grands industriels ayant déjà « dégraissé » en 2003-2005 et bien résisté aux deux années qui viennent de s'écouler, ils pensent désormais plutôt à acheter des PME pour compléter leurs gammes/parts de marché (comme sur Faceo, Geoservices, Sophis) ou jouer la croissance, notamment vers les pays émergents, qu'à vendre des départements non stratégiques. Cela réduit d'autant les opportunités d'investissements en LBO primaires. « *Mais ces LBO secondaires doivent permettre à des entreprises moyennes de franchir un nouveau cap notamment à l'international et attirent donc de nouveaux acteurs* », analyse Isabelle Xoual, *managing director* en charge des fonds pour Lazard Europe, notant par ailleurs une reprise générale du marché du LBO plus rapide en Allemagne, en Italie et au Royaume-Uni, et un peu plus de fébrilité en France...

Prix raisonnables

Les nouveaux LBO démontrent donc des structures « plus raisonnables », à 50 %-50 % entre fonds propres et dette (contre plutôt 25 %-75 % pour le modèle « d'avant-crise »), et surtout avec des tranches de dette amortissable désormais bien supérieures (plutôt 40 % du prêt) aux tranches remboursables in fine. Au-dessus de 150 millions d'euros, les valorisations moyennes atteignent 8 à 12 fois l'Ebitda, avec un multiple d'endettement de 4 à 6, et des montages plus « agressifs » sur les beaux actifs (comme Sebia, 5,3, Picard, 5,8, et surtout Cerba, 6,7 en France). « *Il est naturel qu'en sortie de crise, les*

investisseurs cherchent à limiter les risques en payant plus cher des actifs procurant plus de visibilité, quitte à réduire éventuellement leur rendement », souligne Olivier Millet, président d'OFI Private Equity Capital.

La prochaine vague de sorties devrait se faire à des multiples inférieurs, ce qui a déjà fait reculer plusieurs vendeurs n'ayant pas reçu les offres attendues sur Médi-Partenaires, Biscuits Poult, Le Parisien, etc. Autant de *deals* qui pourraient ressortir une fois publiés les résultats 2010. « *Mais nous ne sommes pas à l'abri de petites 'bulles', car nous avons déjà vu quelques opérations chèrement payées, même sur le bas du 'midmarket'* », explique Gilles Mougenot, président du fonds Argos Soditic. Son indice des sociétés non cotées de moins de 150 millions d'euros de valeur, publié avec Epsilon Research, montre une remontée, les six derniers mois, des moyennes de 9,7 à 11 fois l'Ebitda pour le premier quartile (contre 5,7 à 5,8 fois l'Ebitda pour l'ensemble de l'échantillon). L'histoire ne précise pas encore si cette inflation est davantage liée au retour des financements, à celui d'acheteurs industriels très confortables avec leur trésorerie et près à faire monter les enchères (comme pour Honeywell sur Sperian au printemps), ou donc à des contraintes d'investissement qui deviennent parfois pressantes.

Reprise par vagues

Malgré tous les fonds encore prêts à être investis, on devrait vivre une reprise des LBO assez progressive et probablement, comme pour les fusions-acquisitions en général, par vagues liées à des momentum d'investissement et de financement. De nombreuses signatures ont ainsi été annoncées en juillet afin d'éviter les risques de financement liés à « la coupure d'été » ; et depuis beaucoup moins, car les équipes ont travaillé à finaliser ces transactions et à en lancer d'autres, qui déboucheront début 2011. D'autant que, au contraire des fonds, les banques ont déjà vu leurs capacités réduites, tant en montants de prêts qu'en effectifs dédiés aux financements LBO. « *Avec cinq personnes à Paris, nous n'avons pu répondre à tous les dossiers du printemps* », regrette une grande banque anglo-saxonne... Impliqué dans des financements comme Picard, Laurent Chenain, responsable *leveraged finance* France de Crédit Agricole CIB, confirme « *avoir beaucoup de travail en ce moment* ». Avec les refinancements, il y a une grosse quinzaine de dossiers à l'étude sur le marché français pour les dettes supérieures à 200 millions d'euros, avec des noms comme FCI, Conforama, Lucien Barrière, Yoplait, CEP, Verallia, Qioptic, Courtepaille, Novacap, etc.

En conclusion, et bien qu'il y ait eu encore une trentaine de restructurations de LBO rien qu'en France en 2010, très peu ont abouti à des dépôts de bilan, rappellent les spécialistes. « *La crise a même globalement renforcé les liens entre fonds, banques et dirigeants d'entreprise* », estime Nicolas Menard-Durand, avocat du cabinet Scotto & Associés spécialisé dans le conseil des managers. La structure très long terme de cette industrie explique qu'elle n'a finalement pas vécu la révolution annoncée, juste quelques ajustements nécessaires. Les professionnels restent plutôt confiants, même face à l'arrivée prochaine d'un « mur de dette » (supérieur à 350 milliards de dollars) à rembourser pour 2012-2014 : « *Les plus grands fonds de LBO sont les plus concernés par cette dette remboursable in fine. Or ils sont souvent nés, à l'image des TPG, KKR ou Apollo, de la reprise de sociétés en difficulté, et trouveront, grâce à plusieurs dizaines d'années d'expérience, des solutions pour la refinancer* », explique Antoine Dréan, fondateur de la société de conseil en placement Triago.

Outre les financements bancaires et obligataires, les introductions en Bourse seraient pour cela une autre piste possible. Même si elles peuvent être semées d'embûches (*L'Agefi Hebdo du 21 octobre*), quelques opérations réussies comme Kabel Deutschland, Brenntag, Amadeus, Medica, Ch. Hansen ou plus récemment AZ Electronic ont même donné de l'espoir à certains, qui viennent d'annoncer de nouveaux projets importants, sur l'opérateur télécoms danois TDC (pour le consortium Apax-Blackstone-KKR-Permira-Providence) ou la société de services ISS (pour Goldman Sachs et EQT).

Cet article a été imprimé depuis le site **www.agefi.fr**

La reproduction de cet article n'est autorisée que dans la limite d'une copie et pour un usage strictement personnel.

Toute autre utilisation nécessite une autorisation préalable de L'Agefi.

© L'Agefi - 2011