

CAPITAL FINANCE FUSIONS & ACQUISITIONS

Avril 2007

T E N D A N C E S

Des fonds mieux armés pour affronter les industriels

Les fonds de LBO devançant bien souvent les industriels dans les enchères, obligeant ces derniers à devenir plus réactifs.

Vinci et Eiffage coiffés au poteau par PAI Partners, qui remporte Spie ; le groupe néerlandais de nutrition animale Nutreco qui jette le gant face à l'appétit de Permira pour Provimi ; le premier

LAURENT FLALLO

opérateur européen de parking Apco qui tombe dans l'escarcelle d'Eurazeo au nez et à la barbe de Vinci : la chronique des prétendants industriels éconduits dans des processus d'enchères au profit de fonds de LBO aux poches bien remplies s'enrichit régulièrement de nouveaux noms. En quelques années, le rapport de forces entre les deux adversaires s'est complètement inversé. Les fonds qui auraient auparavant renoncé à croiser le fer avec un *corporate*, disposé à payer plus cher un actif grâce aux économies d'échelle attendues, se lancent désormais sans peur dans les batailles, car beaucoup plus confiants dans



> **Céline Méchain** (Goldman Sachs) : « La hausse du levier financier a rendu les fonds plus compétitifs sur les prix d'acquisition »

l'intérêt de groupes d'infrastructures. Si les industriels ont plus de risque qu'auparavant de perdre la course, c'est d'abord parce que les fonds sont plus souvent sur la ligne de départ. « La hausse de l'effet de levier, la généralisation de la dette remboursable in fine et le développement du marché du high-yield avec des covenants plus flexibles ont levé tous les tabous sur les secteurs qui peuvent faire l'objet d'un LBO », observe Céline Méchain, *managing director*, chez Goldman Sachs. Le champ des possibles s'est ainsi ouvert à beaucoup d'activités cycliques ou consommatrices de capital comme l'exploration pétrolière, la production électrique et les semi-conducteurs. De plus, la hausse

du levier financier, lequel est passé, selon Standard & Poor's, de 4,5 fois à 5,8 fois l'Ebitda en moyenne, entre 2003 et 2006 en Europe, a également « rendu les fonds plus compétitifs sur les prix d'acquisition », poursuit Céline Méchain. Alors que les entreprises restent, elles, toujours très réticentes à abandonner une partie de la valeur des synergies au cédant.

“ **Les différences de culture financière peuvent être décisives.** ”

leur issue. C'est ainsi que les tuiles de Terreal, au lieu d'atterrir chez l'autrichien Wienerberger, sont passées, en 2005, d'un actionnaire financier à un autre ; que Frans Bonhomme n'a plus connu d'actionnaire industriel depuis sa sortie du groupe Bolloré, en 1994 ; ou que TDF s'est échangé entre financiers malgré

Vitesse d'exécution cruciale

Dans ce nouveau match presque d'égal à égal, les différences de culture financière peuvent parfois se révéler décisives. « L'approche par les cash-flows et le multiple d'Ebitda permet aux fonds de mieux appréhender la valorisation d'un actif par rapport à un groupe coté en Bourse qui raisonnera également en termes d'impact sur son bénéfice net par action (BNPA) », constate Christopher Masek, associé et membre du comité exécutif d'Industri Kapital. De plus, beaucoup d'industriels continuent à fonder leurs calculs sur la situation nette de l'entreprise, sans trop prêter attention au besoin en fonds de roulement ou à la génération >

CAPITAL FINANCE FUSIONS & ACQUISITIONS

Avril 2007

TENDANCES

> *de cash.* » Ce qui explique que, dans certains cas, les synergies finissent par avoir moins de poids, face à un effet de levier au plus haut, pour concocter une offre attractive. Régulièrement présent dans les enchères, dont notamment celle sur Terreal, en 2005, le fabricant et distributeur de matériaux de construction irlandais CRH, qui avait aussi regardé plusieurs fois le dossier Frans Bonhomme, est presque devenu un cas d'école pour les conseils en fusions-acquisitions. « *Ses offres n'étaient jamais compétitives en prix, alors que sur le papier il aurait dû l'emporter haut la main en raison des synergies. Mais il raisonnait sur un effet de levier insuffisant et sur des perspectives très prudentes de croissance du marché français* », analyse Edouard Debost, *managing director* chez Hawkpoint. Rompues aux processus d'achat et de ventes d'entreprises, les firmes de capital-investissement ont en outre une longueur d'avance sur les industriels avant même que le signal du départ ne soit donné. « *Elles ont développé en amont le travail d'analyse qui leur permet de déposer des offres préemptives. Et lorsqu'un processus démarre, elles ont une plus grande agilité à trouver immédiatement le bon conseil qui, par sa connaissance du domaine d'activité en question, va leur faire gagner un temps précieux* », souligne Céline Méchain, chez Goldman Sachs. Alors que la vitesse d'exécution est devenue cruciale dans les processus



> **Edouard Debost (Hawkpoint)**
« Les industriels sont beaucoup plus exigeants sur le périmètre qu'ils veulent acquérir. »

de fusions-acquisitions comptent en général deux ou trois personnes qui regardent à la fois les acquisitions et les cessions. Cela fait beaucoup de fers au feu en même temps », note aussi Edouard Debost. Mais souvent, toutes les pratiques de marché n'ont pas nécessairement encore imprégné la culture industrielle. « *Certaines sociétés ont toujours tendance à demander systématiquement des garanties de passif; dans les processus secondaires, les fonds les abandonnent de plus en plus* », relève encore Damien Bachelot. Enfin, il n'est pas rare que l'agenda interne d'un groupe puisse troubler un processus. « *Un acheteur industriel n'est pas à l'abri du changement d'un*

responsable de division, d'un renversement de la stratégie de sa maison mère ou de diverses problématiques qui lui sont propres et qui vont ralentir sa progression dans le dossier, voire le bloquer complètement », explique Christopher Masek. Des attermoissements inconnus aux fonds, d'où leur inclination actuelle à se revendre entre eux leurs participations. Autrefois presque tabous, les LBO secondaires et tertiaires sont aujourd'hui devenus synonymes à la fois d'efficacité, de rapidité et de retour sur investissement confortable. Une trilogie d'autant plus imbattable que les fonds bénéficient, par rapport aux industriels, d'une procédure d'anti-trust accélérée à Bruxelles. Les industriels doivent aussi affronter une nouvelle forme de concurrence qui se généralise à grande vitesse: celle des *build-up*. En se servant de plus en plus des entreprises de leur portefeuille comme plate-forme de consolidation sectorielle, les actionnaires financiers accroissent très sensiblement leur poids dans les fusions-acquisitions. « *Ces entreprises deviennent des animaux hybrides cumulant l'effet de levier et les économies d'échelle et sont encore plus redoutables face à un industriel classique* », observe l'investisseur qui a, par exemple, accompagné en début d'année le rapprochement de Bonna Sabla avec Consolis. Même face à un *corporate* très déterminé, les firmes disposent d'une botte secrète imparable: le *package* du management. Aux yeux de beaucoup d'entrepreneurs, le LBO est en effet devenu la promesse d'un enrichissement rapide, et les fonds jouent là une partition facile. « *Avec les opérations secondaires et tertiaires, les dirigeants ont pris goût au LBO et à l'indépendance. Et il n'est plus rare de voir un fonds l'emporter face à un industriel alors qu'il n'est pas nécessairement le mieux-disant en prix, simplement parce que le management voudra enchaîner un deuxième ou un troisième LBO* », souligne Edouard Debost. Pour l'industriel, ce type de situation se >

“ La botte secrète imparable des fonds: le package du management. ”

d'enchères, certaines entreprises « *manquent encore de réactivité* », estime Damien Bachelot, coprésident-fondateur d'Alforge Finance. « *Deux jours suffisent aux fonds pour faire les aller-retour nécessaires avec le vendeur en vue de compléter leur information sur un actif. Quinze jours plus tard, les industriels ont encore parfois des questions à poser* », explique ce conseil qui, dans une transaction du *mid-cap*, a vu un *corporate* faire sa déclaration d'intérêt le jour de la signature de l'accord entre deux financiers!

Concurrence des LBO bis...

Contrairement aux fonds, les groupes ne sont en effet pas toujours très bien outillés dans ces processus très balisés. « *Les "grosses" équipes internes*

CAPITAL FINANCE FUSIONS & ACQUISITIONS

Avril 2007

TENDANCES



> Barnaby Noble (Alstom, Arfa) : « Faire tourner un modèle LBO pour mieux comprendre la valeur d'une cible. »

► détecte facilement. « Les managers deviennent indisponibles, ne répondent pas aux demandes d'informations concernant la situation de l'entreprise, ou alors par bribes incomplètes. Bref, ils gagnent du temps en retardant le candidat externe », commente Jean-François Carreras, du cabinet d'avocats Sokolow, Carreras & Associés. Si le vendeur se rend aux arguments de ses cadres, le prétendant industriel ne peut plus lutter, avec pour seule contre-offre l'octroi de *stock-options* dont l'exercice dépendra souvent d'un ensemble plus grand, voire au mieux des clauses d'*earn-out*.

Pas si invincibles...

Pas étonnant, dès lors, que les investisseurs en capital « captent peu à peu nos cibles de croissance externe à des prix sur lesquels nous refusons de nous aligner », pestait, en mai dernier, Antoine Zacharias, l'ancien président de Vinci, évincé dans l'enchère sur Amec Spie. Les fonds paient-ils « trop cher », comme les en accusent souvent les industriels ? « C'est sans doute une excuse facile. Lorsqu'un industriel a un impératif stratégique fort, il est rare qu'il ne soit pas compétitif face aux fonds », rétorque un banquier d'affaires. Car la longue plainte des industriels contre les fonds qui raflent tout est loin de refléter la réalité. De Marie Brizard à Emap, les industriels ont en effet largement démontré que les fonds n'étaient pas invincibles. Mais ils sont devenus plus sélectifs dans leurs choix de crois-

prix. Et le fabricant de biens d'équipement suédois Atlas Copco a arraché son compatriote Dynapac du portefeuille d'un fonds nordique par une offre préemptive.

Dupliquer le modèle

Autant de signes que les entreprises ont professionnalisé leur approche des fusions-acquisitions. « Beaucoup de groupes ont renforcé leurs équipes internes, en recrutant des spécialistes ayant l'expérience de due diligence et de la négociation accélérée, et en mettant en place des outils d'analyse plus poussés », remarque Barnaby Noble, responsable des fusions-acquisitions chez Alstom. « Faire appel aux mêmes conseils que les fonds ou faire tourner un modèle LBO pour mieux comprendre la valeur d'une cible pour ces derniers entre progressivement dans les habitudes des entreprises », assure cet ancien directeur d'investissement chez Permira, également vice-président de l'Association des responsables de fusions-acquisitions (Arfa). Les industriels n'ont d'ailleurs pas toujours systématiquement un temps de retard dans certains dossiers. « Lorsque le vendeur a identifié un acquéreur industriel ayant potentiellement un fort intérêt stratégique à faire l'opération, il est fréquent de lui laisser quelques semaines d'avance avant d'amorcer officiellement un processus », indique Céline Méchain. S'il ne transforme pas l'essai, l'acheteur corporate pourra avoir éventuellement servi au vendeur de « levrier » pour tirer les offres vers le haut. Malgré l'élargissement du champ d'intervention des fonds, les industriels conservent aussi quelques chasses gardées, « en particulier, les activités qui recèlent un fort potentiel de synergies technologiques, opérationnelles ou commerciales », estime Barnaby Noble. « Il y a en effet des situations où les fonds ne remplissent pas tout le cahier des charges », ajoute Edouard Debost. Parmi les exemples récents, la mise en vente d'une activité de Spie, l'ingénierie et la maintenance des réseaux ferrés (Spie Rail), n'a suscité l'intérêt que des seuls concurrents industriels. Enfin, les grands groupes européens ne croisent pas forcément les fonds dans leurs opérations de croissance externe à l'international. Pour ceux dont le terrain de chasse est l'Asie, la concurrence du LBO y est quasi inexistante. Pour l'instant. ■

“ Les entreprises ont professionnalisé leur approche des fusions-acquisitions. ”

sance externe. « Ils ont une analyse très fine de leurs métiers et cherchent des actifs très complémentaires des leurs. Ils sont beaucoup plus exigeants sur le périmètre qu'ils veulent acquérir. Cela peut constituer un avantage décisif lorsqu'ils se dévoilent », observe Edouard Debost. Ainsi, il n'a pas fallu dix jours au suisse Givaudan pour mettre la main sur le fabricant d'arômes britannique ICI. Lagardère a fondu sur Sportfive, puis sur Newsweb (lire, p. 22), sans lésiner sur les