

**Séminaire
Vie des Affaires**

*organisé grâce aux parrains
de l'École de Paris :*

Air France
Algoé²
ANRT
Arcelor
Areva²
Cabinet Regimbeau¹
Caisse des Dépôts et Consignations
CEA
Chaire "management de l'innovation"
de l'École polytechnique
Chambre de Commerce
et d'Industrie de Paris
CNRS
Conseil Supérieur de l'Ordre
des Experts Comptables
Danone
Deloitte
École des mines de Paris
EDF
Entreprise & Personnel
Fondation Charles Léopold Mayer
pour le Progrès de l'Homme
France Télécom
FVA Management
Roger Godino
Groupe ESSEC
HRA Pharma
IDRH
IdVectoR¹
Institut de l'Entreprise
La Poste
Lafarge
Ministère de l'Industrie,
direction générale des Entreprises
PSA Peugeot Citroën
Reims Management School
Renault
Royal Canin
Saint-Gobain
Schneider Electric Industrie
SNCF¹
Thales
Total
Unilog
Ylios

¹ pour le séminaire
Ressources Technologiques et Innovation
² pour le séminaire Vie des Affaires

(liste au 1^{er} avril 2007)

LBO :
LE MANAGEMENT PAR LA TYRANNIE DU CASH

par

Noël GOUTARD
NG Investments

Séance du 12 janvier 2007
Compte rendu rédigé par Pascal Lefebvre

En bref

Qu'est-ce que le LBO ? L'image de prédateurs financiers essorant les actifs des sociétés, tels qu'on se représente les sociétés de *Private Equity* est-elle fondée ou est-ce la discrétion dont s'entourent ces opérations qui leur vaut cette sulfureuse réputation ? Noël Goutard, ayant fait de Valeo l'une des entreprises les plus profitables de la cotation boursière, a désormais changé de métier et associé son nom et son talent à LBO France, leader français dans ce domaine. Il décrit un monde fort différent, certes dominé par l'exigence tyrannique de la rentabilité et du cash, mais tout autant tendu vers le projet industriel et l'efficacité immédiate que vers les stratégies de développement à long terme des sociétés achetées. Et l'efficacité retrouvée dans ces sociétés, naguère trop éloignées du *core business* et quelque peu délaissées par leurs sociétés mères, ravit tout autant les actionnaires que les managers, dopés par les perspectives nouvelles s'offrant à eux.

*L'Association des Amis de l'École de Paris du management organise des débats et en diffuse
des comptes rendus ; les idées restant de la seule responsabilité de leurs auteurs.
Elle peut également diffuser les commentaires que suscitent ces documents.*

EXPOSÉ de Noël GOUTARD

En 1999, alors que je dirigeais encore Valeo, j'ai réalisé qu'après quarante ans d'industrie, je n'avais jamais travaillé pour moi-même. J'ai alors créé ma propre société, NG Investments. Très rapidement, les actionnaires de LBO France, société qui avait été l'un des premiers fonds de *Private Equity* à mettre en œuvre, en France et dès 1985, le concept du LBO (Leveraged Buy-Out ou opérations de rachat à effet de levier), m'ont invité à me joindre à eux comme partenaire associé. J'ai eu la chance de les rejoindre au tout début du boom qu'a connu le LBO, et grâce à Gilles Cahen-Salvador, le fondateur de LBO France, et à l'actuel président du directoire, Robert Daussun, ce partenariat a très bien fonctionné.

Si je fais retour sur ces six dernières années, je reste frappé par le flux extraordinaire de liquidités qui circule, dont une part s'est engouffrée vers les *hedge funds* par exemple, mais qui s'est également énormément orientée vers le LBO. En 2006, ce torrent de liquidités dirigé vers les fonds de gestion de LBO, se montait ainsi à 204 milliards de dollars, soit une augmentation de 41 % par rapport à l'année précédente. Parmi eux, dix fonds "éléphants" comme Kohlberg, Kravis, Roberts & Co. (KKR), The Blackstone Group, The Texas Pacific Group (TPG) ou Carlyle, réunissent chacun plus de 5 milliards de dollars. Au total, en 2006, le LBO représente mille cinq cents firmes gérant 750 milliards de dollars. Cela montre que les liquidités sont là, disponibles, et que la vague est ascendante puisqu'elles se sont multipliées par dix depuis 2000.

Quels facteurs sous-jacents alimentent cette croissance vertigineuse ? En premier lieu, les taux d'intérêt bas qui favorisent le recours à l'argent bon marché ; ensuite, l'argent du pétrole ; puis les fonds de retraite et les profits croissants des sociétés internationales qui doivent placer leurs liquidités ; enfin, la croissance mondiale de 5 % en moyenne et, en particulier, celle des pays émergents qui fait d'eux des investisseurs internationaux. L'argent est ainsi aujourd'hui disponible, bon marché, prêt à prendre des risques et, parfois même, trouve des difficultés à se placer. Mais n'y a-t-il pas un risque de bulle ? Pour l'instant, les spécialistes ne pensent pas que les disponibilités en liquidités diminuent à court terme. Mais la banque d'Angleterre vient de relever ses taux... L'argent restera-t-il encore longtemps bon marché ?

Comment fonctionne un LBO ?

Qu'est-ce que le LBO ? Pour vous l'expliquer très simplement, je vais prendre l'exemple de la première opération que j'ai réalisée avec Actaris, leader mondial des compteurs d'électricité, de gaz et d'eau, filiale de Schlumberger, mais trop éloignée de son *core business*. En 2001, nous avons acheté cette société pour 300 millions d'euros, répartis entre 100 millions de capitaux apportés par les investisseurs de LBO France et 200 millions de dettes. En 2002, nous avons remboursé la dette et, l'année suivante, nous avons revendu la société 370 millions. Donc, notre investissement a été multiplié par 3,7 en trois ans. Je dois ajouter que, depuis, nous avons racheté cette société (ça s'appelle un LBO secondaire) pour 700 millions, dont 500 de dettes et j'espère bien que nous pourrions à nouveau faire la culbute.

Comment un LBO fonctionne-t-il ? L'opération repose en premier lieu sur une coalition bien comprise entre les actionnaires de la société de gestion de fonds, le management de l'entreprise et les banquiers.

En tant qu'investisseur, nous avons vocation, chez LBO France, à être majoritaires afin de pouvoir maîtriser le timing de la sortie, ce qui est essentiel. En effet, nous n'investissons pas sur le long terme dans une société, mais nous cherchons à optimiser rapidement ses résultats dans l'optique d'une sortie qui rémunérera au mieux les fonds qui nous sont confiés.

Pour cela, il est essentiel que nous obtenions l'adhésion du management de la société rachetée, car c'est sur lui que se fonde le *business plan*. En effet, la dette contractée est payée par la société rachetée sous forme de dividendes versés à une société holding porteuse de cette

dette et ces dividendes sont fiscalement déductibles au titre du paiement des intérêts. Ce levier fiscal fait partie intrinsèque de l'architecture du LBO. Il faut donc une conjonction parfaite entre actionnaires et management sur la viabilité du *business plan*. D'ailleurs, son élaboration est précédée non seulement d'audit financier et juridique approfondi, destiné à juger de la situation de l'entreprise, mais également d'étude de marché, cruciale pour fonder la stratégie pendant la période de détention des actions de la société, ou d'un audit social, destiné à détecter les risques et les opportunités d'un plan qui peut comporter des restructurations.

Cette conjonction entre les actionnaires et le management dans le cadre d'un objectif commun, intéresse également les banquiers qui prêtent de l'argent. Ils sont d'autant plus intéressés que des fonds mezzanines interviennent dans la dette et que ces banquiers y participent, sous des conditions particulièrement favorables, par le paiement qui leur est fait des intérêts et par une participation à la plus-value réalisée à la sortie.

C'est donc très différent de ce qui se fait dans une société cotée en Bourse car, dans ce dernier cas, il n'y a jamais une telle communauté d'intérêts entre actionnaires, conseil d'administration, management et banquiers : le management est constamment distrait par les comptes trimestriels et l'évolution quotidienne du cours de l'action ainsi que l'interface constante avec la presse, les analystes et les actionnaires ! Vous n'avez donc ni la même concentration sur les objectifs, ni la même efficacité que dans le cadre d'une opération de LBO. C'est un point fondamental qui explique en grande partie l'efficacité du système. Il est d'ailleurs intéressant de voir que de plus en plus de talents managériaux passent de la gestion de sociétés cotées en Bourse à des responsabilités dans des entreprises contrôlées par des sociétés de gestion de fonds.

De l'intérêt bien compris des managers

Ce ciment est encore renforcé par la participation des managers à la plus-value finale. Les managers d'une société cotée en Bourse sont généralement intéressés par des stocks-options, donc par le long terme, et n'ont pas l'épée dans les reins en ce qui concerne les résultats, puisqu'ils n'ont généralement pas à gérer le même niveau d'endettement à court terme. Dans le cas d'un LBO, au contraire, les managers savent qu'un minimum de capital et un maximum de dette se traduisent à la sortie par une plus grosse plus value, dont une bonne part leur reviendra. Pour reprendre l'exemple d'Actaris, les managers, du temps de Schlumberger, étaient polarisés sur la réalisation du budget et le compte de résultats. Le jour où nous en sommes devenus propriétaires, nous leur avons demandé de se focaliser sur le cash et dans la mesure du possible, de parvenir à un remboursement anticipé de la dette. Et, effectivement, nous y sommes parvenus dès 2002.

Les managers des sociétés cotées en Bourse sont naturellement peu portés sur le bilan. Tandis que nous, nous avons pris en compte chaque ligne des actifs : les terrains, les propriétés, les usines, et nous avons démontré aux managers d'Actaris qu'ils pouvaient opérer avec moitié moins de fonds de roulement et d'immobilier d'actifs immobilisés. Ils ont donc agi en ce sens-là et immédiatement libéré des liquidités considérables. Leurs résultats antérieurs étaient excellents : ils réalisaient un résultat de 11 % et en étaient légitimement fiers, mais nous avons pu les convaincre que leurs usines étaient surdimensionnées, leur personnel sous-employé, leur productivité moitié de ce qu'elle pouvait être. Dès les six premiers mois, leurs résultats sont passés de 11 % à 13 %, rien qu'en instaurant des méthodes de gestion de production à la Toyota, ce que j'avais fait chez Valeo où la pression des coûts est énorme. À partir de là, nous avons pu réaliser un cash-flow beaucoup plus intéressant, avec moins d'actifs immobilisés, et donc un meilleur rendement.

Nous nous sommes également intéressés aux participations qui n'étaient pas au cœur de leur business et que nous avons vendues dans de bonnes conditions. Grâce à la rationalisation, aux optimisations et à la cession de ces actifs non *core business*, nous avons réalisé 200 millions et ainsi payé la dette en un an.

Le mérite du LBO est de concentrer l'attention du management sur l'essentiel. On accuse souvent les sociétés de LBO de négliger les investissements à long terme et la recherche. C'est une erreur. Tout naturellement, les sociétés de LBO veulent que les sociétés qui sont sous leur aile développent la R&D (Recherche & Développement) et investissent, car au moment de la sortie, il faut présenter un magnifique produit aux investisseurs qui suivront. Vous ne pouvez donc en aucun cas sacrifier la recherche et le long terme.

LBO France a également acheté Materis, filiale de Lafarge, un des leaders mondiaux de la chimie de spécialités pour la construction. Par exemple, nous n'avons eu de cesse, pendant les trois ans où nous l'avons détenue, de racheter des concurrents pour la division Peintures. Nous ambitionnions en effet une dimension européenne. Nous avons ensuite revendu Materis dans des conditions excellentes du fait de cette expansion et du dépassement de la taille critique nécessaire.

Beaucoup de liquidités chassent peu de proies

Le LBO change donc la mentalité des managers de façon extraordinaire et fait en sorte qu'ils deviennent portés sur le cash. Cette formule connaît d'ailleurs un tel succès que les acquisitions sont désormais beaucoup plus onéreuses. En 2000, nous achetions des sociétés avec un multiple du cash-flow libre (c'est-à-dire le cash-flow après investissements et après augmentation du fond de roulement) de l'ordre de cinq alors qu'aujourd'hui on achète couramment une société sur la base d'un ratio de dix. Comme l'on dit : beaucoup de liquidités chassent peu de proies.

Cet effet multiplicateur est favorisé par l'effet dettes : en 2000, le ratio était 50 % de capital apporté par les actionnaires et 50 % de dettes ; aujourd'hui, on en est à 20 % de capital apporté et 80 % de dettes. Tant que les taux d'intérêt seront au niveau actuel, on verra le phénomène se développer. Pour bien comprendre cette attraction extraordinaire vers le LBO, il faut savoir que les taux de retour sur investissements (TRI) annuels d'un LBO sont de l'ordre de 22 %. Comparés aux taux obligataires à dix ans, pour lesquels nous parlons de 3,7 %, ou au rendement moyen en Bourse qui, ces dernières années a été de 6,6 %, les investissements dans un LBO sont de très bons placements ! Évidemment, il y a les *hedge funds* qui ont des rentabilités supérieures, mais dont le niveau de volatilité est nettement plus important. Le risque est incomparable : on a vu dernièrement un *hedge funds* s'écrouler en laissant derrière lui vingt-cinq milliards de dollars de pertes. Donc, tant que le taux d'emprunt de l'argent, et les liquidités seront là, on peut penser que les fonds de LBO vont continuer à prospérer.

Mais le vrai problème, c'est que l'on trouve de moins en moins de bonnes sociétés à acquérir. Dès lors, on rentre dans des cycles de LBO secondaires, voire tertiaires. Je reprends l'exemple d'Actaris : nous l'avons rachetée en 2005 pour 700 millions d'euros dans une optique stratégique normale. Nous l'avons vendue 370 millions. Comme je l'ai expliqué, de 2001 à 2003, nous avons formidablement rationalisé Actaris et augmenté sa productivité. Les managers avaient été récompensés d'une façon extraordinaire quand nous avons vendu la société. En effet, nous étions convenus que, pendant la période de détention, si le TRI se situait entre 20 % et 40 %, nous partagerions moitié-moitié avec le management, sachant que, au-delà, l'essentiel reviendrait à LBO France et ses investisseurs, et qu'à la sortie, LBO France et ses investisseurs recevraient un TRI minimum de 20 %. En général LBO France demande aux managers d'investir dans l'opération : c'est une garantie de leur engagement. Il faut que le *business plan* sorte vraiment de leurs tripes. Ils se sont donc enrichis considérablement avec un investissement somme toute minimal.

De l'investisseur au manager

Lorsque nous avons racheté la société en 2005, les managers avaient, bien entendu, à nouveau réinvesti dans le deuxième LBO mené par un fonds d'investissement anglais. Et, à nouveau, ils avaient bénéficié de la plus value à la sortie, ce qui leur permettait d'acquérir une

participation encore plus importante dans le capital. À la suite de cette troisième opération, ils détiennent de l'ordre de probablement 40 % du capital.

Cette fois, nous avons déterminé pour Actaris une stratégie d'expansion. Le marché des compteurs que vendait Actaris nous paraissait présenter des possibilités d'expansion extraordinaires à travers le monde dans le contexte énergétique de 2005. Il fallait conduire cette fois-ci une politique technologique et d'implantation internationale de croissance. Et effectivement, par les investissements réalisés actuellement, notamment en Asie, Actaris est désormais en mesure de profiter de la vague de croissance de ce secteur. Les sociétés de LBO sont donc capables de virages stratégiques et peuvent être de réels vecteurs de croissance et d'accompagnement du management. Et désormais, au prochain deal, c'est-à-dire au quatrième LBO, le management pourra devenir l'actionnaire majoritaire de la société.

C'est vous dire que nous avons là un modèle extrêmement efficace face au modèle boursier. On comprend alors le pourquoi de cette migration intense des fonds vers les sociétés de *Private Equity* et, parallèlement, les raisons de cette migration tout aussi intense des meilleurs managers des sociétés boursières vers les sociétés de *Private Equity* et, plus particulièrement, de LBO.

Il ne s'agit donc pas d'un vulgaire essorage d'actifs. Les sociétés de LBO n'agissent pas, comme le disent les Allemands, tel un vol de criquets dévoreurs d'actifs. Il ne s'agit pas davantage de glotonnerie financière comme on se plaît parfois à le caricaturer. En réalité, le LBO est un modèle extrêmement efficace, qui met en lumière les rapports nouveaux qui se développent actuellement entre investisseurs et managers. Ces derniers parviennent, souvent au bout de quelques LBO, à prendre la main sur les investisseurs.

Quel avenir pour le LBO ?

On peut s'interroger sur le fait que cette industrie semble tourner sur elle-même. Quelles sorties peut-on envisager lorsqu'on détient une société dans le cadre d'un LBO ? Faut-il vendre à un concurrent ? Envisager une introduction en Bourse ? Vendre à d'autres financiers ? Avec des coefficients multiplicateurs de plus en plus élevés, on s'aperçoit que, souvent, ce sont les sociétés de fonds – vos collègues, en quelque sorte – qui rachètent vos actifs. Ça tient la route... Pour l'instant...

Quels sont les risques ? Avec des multiples de dix fois le cash-flow libre, le plus important serait celui d'une récession. Le cash-flow de la société ne serait alors plus au niveau prévu par le *business plan* et ne pourrait plus servir les intérêts de la dette. Ce pourrait aussi être un *business plan* mal conçu : on constate quand même 4 % à 5 % d'échecs.

On se dirige vers des LBO de plus en plus grands : voyez KKR qui a voulu, dit-on, racheter en novembre dernier Vivendi pour 50 milliards de dollars, un montant sans précédent dans l'histoire de ce type d'acquisitions ; voyez encore Cerberus Capital Management qui a racheté Absa Bank pour 4,2 milliards de dollars. Autre exemple : PAI Partners a vendu Vivarte, ex-société des chaussures André, au Canadien Charterhouse pour 3,5 milliards d'euros après l'avoir acquis pour 1,5 milliard d'euros, dette comprise, il y a deux ans ; supposez maintenant que le marché ralentisse ; que, concurrentement, les taux d'intérêt montent ; qu'il y ait des faillites : on peut penser qu'il s'ensuivrait une débandade dans cette industrie. Les prises de risques par les investisseurs sont donc de plus en plus grandes au fur et à mesure que le prix des offres augmente.

Le LBO est-il moral ?

D'aucuns s'inquiètent de cette situation et ces prises de bénéfices soulèvent des objections. En effet, tout le monde s'enrichit : la société de gestion (on en a vu s'octroyer des honoraires colossaux ou faire payer par la société acquise les frais de constitution de dossier du LBO, la ponctionnant de plusieurs millions d'euros). On voit parallèlement des distributions excessives au bénéfice des partenaires de la société de gestion. On voit également une

augmentation continue du niveau d'endettement de ces sociétés alors que les taux d'apports en capitaux propres diminuent. On évoque de même un enrichissement colossal des managers. Très souvent, le LBO se traduit par des restructurations et des licenciements, dans le cadre d'une meilleure gestion du bilan et du compte d'exploitation, et le personnel et les syndicats souffrent parfois énormément. Des pays comme la Corée ou l'Allemagne, ont même posé la question de l'intérêt national face à des fonds richissimes se précipitant sur des actifs considérés comme stratégiques.

Mais, en même temps, comment saisir et contrôler les flux énormes de liquidités qui naviguent librement à travers le monde et qui, au fil des opportunités, choisissent ici un actif en France, là, une société en Grande-Bretagne ou en Chine ? Comment s'élever contre un système qui se traduit, in fine, par une bien meilleure gestion des entreprises, par une production de richesses importante, par un retour sur investissement et des résultats taxables impressionnants ? Cette industrie est par ailleurs en train de gagner l'Inde et la Chine et l'on voit, par exemple, de plus en plus d'entreprises familiales indiennes se faire absorber par des fonds de *Private Equity* indiens.

La situation est donc difficile à juger. La SEC (Securities and Exchange Commission) et la COB (Commission des opérations de Bourse) se penchent d'ailleurs sur les problèmes soulevés par les LBO, du fait de l'enrichissement extraordinaire des investisseurs, des managers et des banques, mais on ne peut pas dire qu'aujourd'hui elles aient accouché d'une réglementation d'efficacité interventionniste.

Je vais terminer cette présentation des traits essentiels du LBO sur un dernier exemple : je parlais tout à l'heure du fonds PAI (PAI Partners : ex-Paribas Affaires Industrielles) qui a racheté la société Vivarte pour 3,5 milliards d'euros. Après deux ans de détention, après avoir plus que doublé le prix d'achat, le manager a empoché 20 millions d'euros dans le cadre de la cession. Le patron de Terreal, après dix-huit mois de détention par un fonds, a reçu 18 millions d'euros. Dans le cas de KKR Wendel, Wendel a introduit en Bourse la société Legrand, pour 7 milliards d'euros et les deux cents managers ont reçu 350 millions d'euros (dont ont bénéficié principalement les douze membres du comité de direction).

Vous constatez que nous sommes là dans des situations extraordinaires. Et j'ajouterai que l'une des raisons pour lesquelles ces LBO produisent des résultats aussi exceptionnels c'est que, lorsque l'on est un manager dans le cadre d'un LBO, on est beaucoup moins résistant au changement !

Ainsi, dans le cas d'Actaris, lorsque cette société a été détachée de Schlumberger et que, par leur engagement, les managers sont devenus des propriétaires potentiels, leur mentalité a changé radicalement. Nous avons vendu 200 millions d'euros une petite société de services qu'ils considéraient comme essentielle et au cœur de leur métier quand ils étaient chez Schlumberger ; le jour où ils sont devenus managers propriétaires dans le cadre d'un LBO, ils se sont dit : « *Après tout, si ça nous permet de rembourser une bonne partie de la dette sans affecter le cœur de notre business, pourquoi pas ?* » Et ils ont réussi une vente magnifique ! De même, ils pensaient avoir des usines splendides et des ateliers formidablement gérés. Nous avons fait venir des Japonais pour les aider à avoir un autre point de vue : ils ont, là encore, changé de mentalité.

Enfin, lorsque l'on fait ressortir auprès des syndicats les perspectives d'amélioration des salaires et des primes de l'encadrement comme de l'ensemble du personnel, résultant d'une meilleure gestion, là aussi, c'est un puissant facteur de changement des mentalités.

J'espère maintenant vous avoir convaincu que des sociétés de LBO ne sont pas seulement les *cost killers* qu'on dénonce, mais qu'elles sont avant tout d'importants facteurs de changement.

DÉBAT

Les proies, les chasseurs et les rabatteurs

Un intervenant : *Comment repère-t-on les proies et quels sont les critères qui font qu'une société est une bonne proie ?*

Noël Goutard : Il y a des rabatteurs : la Banque Rothschild, par exemple et bien d'autres. Quelles sont les sociétés susceptibles d'être une proie ? Les filiales non stratégiques des grands groupes ; les sociétés qui ont de mauvais résultats mais dont on détecte qu'elles ont un potentiel de redressement ; une entreprise cotée en Bourse que vous voulez retirer du marché financier ; des sociétés que l'actionnaire est prêt à céder, dont les managers ont un plan ambitieux mais auxquels il manque les capitaux nécessaires ; une entreprise familiale qui a un problème de transmission. Voilà, grosso modo, les catégories qui peuvent être repérées par les banques qui nous relaient l'information, moyennant commission.

Quels sont les facteurs qui déterminent le prix ou la désirabilité de l'acquisition ? Bien entendu, la capacité de la société à dégager du cash. Or, je remarque que les sociétés de LBO se dotent de plus en plus d'équipes managériales et d'analystes de haut niveau ; en conséquence, la prospection s'intensifie et les dossiers sont lus de façon de plus en plus optimiste puisque les équipes de LBO sont rémunérées sur les commissions. Il y a cinq ans, un dossier passait par un crible affreusement sévère ; aujourd'hui, on regarde de préférence le côté positif du dossier. Les sociétés de gestion prennent de plus en plus de risques, on paye de plus en plus cher et cela peut être un facteur de bulle. Le taux d'échec qui était de 3 % il y a quatre ans, est aujourd'hui de 4 à 5 %.

Int. : *À titre personnel, quand vous vous lancez dans une opération de LBO, est-ce parce que vous connaissez le domaine, est-ce parce que vous connaissez le management ou vous lancez-vous aussi dans des domaines qui vous sont inconnus ?*

N. G. : Les questions que je me pose sont extraordinairement simples : est-ce que je comprends l'industrie ou le business ? J'ai investi dans des cliniques : je comprenais ce qu'elles faisaient. Est-ce qu'il y a un bon management ? J'ai investi dans ces cliniques parce que le chirurgien-manager non seulement maîtrisait bien la technique mais il avait également un sens exceptionnel du management et de la finance. Et troisièmement, à coup sûr, est-ce que ça produit du cash ? Ce sont les trois règles que je suis habituellement, mais je reste personnellement très discriminant, très prudent, dans mes choix.

Int. : *Mais le fait d'être un industriel ne vous avantage-t-il pas dans la conduite du redressement d'une entreprise ?*

N. G. : Lorsque vous êtes partenaire d'une société de gestion de fonds comme je l'ai été de LBO France, vous n'êtes pas gestionnaire : je n'allais avec mes collègues qu'une fois par mois dans la société gérée, parce que nous avons un management compétent, ce qui est le critère essentiel de l'acquisition.

Int. : *Pourquoi payer si cher les intermédiaires et comment éviter les litiges sur la réalité des apports qui sont faits ?*

N. G. : Vous avez des banques et des intermédiaires qui ratissent extrêmement efficacement, qui sont de grands spécialistes et de très bons conseils. Ainsi chaque semaine on examine les différents dossiers qui nous sont présentés. Si un dossier retient notre attention, et si nous obtenons l'exclusivité des négociations, il est normal de rémunérer l'intermédiaire lorsque l'affaire débouche.

Int. : *Une société qui a un actif à vendre trouve-t-elle toujours preneur ?*

N. G. : L'abondance de fonds disponibles est telle que pratiquement toute société trouvera un repreneur potentiel. L'un des intérêts des LBO est justement de rendre ces sociétés "liquides"

et de favoriser le redressement et l'amélioration d'actifs souvent négligés. Et le cycle d'améliorations successives fait que les sociétés deviennent remarquablement efficaces à travers le monde : il crée un effet de synergie exceptionnel qui explique la montée spectaculaire des rendements.

Un management d'excellence

Int. : *Par rapport à d'autres systèmes inventés pour capter l'énergie des managers, comme le principe de bonne gouvernance, l'EVA (Economic Value Added) ou les stocks options, quel est l'avantage du LBO ?*

N. G. : Par expérience, je sais que c'est très différent. L'évolution des stock-options est liée à la bonne ou à la mauvaise fortune de la Bourse. Cet aspect aléatoire du cours de l'action fait que le résultat n'est pas lié à votre effort. Tandis que dans le cas d'un LBO, la société est extérieure à la Bourse : il y a alors un lien direct entre la valeur de votre gestion, le résultat et l'incitation que vous retirez de ce résultat. C'est incontestable, c'est direct et c'est palpable. Le LBO est un sprint de quatre ou cinq ans : l'horizon de sortie est court et les règles du jeu sont claires et connues.

Int. : *Quel est l'avantage fiscal pour les investisseurs ?*

N. G. : C'est compliqué ! En ce qui concerne les investisseurs, bien sûr, vous avez le régime fiscal des plus-values. Pour les équipes de gestion, vous avez un régime particulier plus favorable que celui des traitements et salaires. S'agissant de l'intégration fiscale, la holding qui détient les actions est transparente vis-à-vis de la société gérée. Dès lors, les dividendes de la société sont taxés après paiement des intérêts, puisque c'est la holding qui est détentrice de la dette.

Int. : *S'il y a des managers excellents capables de TRI à 22 %, n'y a-t-il pas place pour des managers sortant des TRI à 12 % ? Comment se fait-il que ce marché ait une distribution si surprenante ?*

N. G. : Manager une affaire aujourd'hui est difficile. Si les salaires des dirigeants sont si élevés, c'est que la denrée qu'ils représentent est rare et que les risques encourus sont de plus en plus grands : juridiques, sociaux, politiques, sécuritaires dans certains pays, etc. D'autre part, les enjeux de la gestion d'une société sont devenus si complexes, du fait de la technologie ou de la mondialisation, que les gens qui réussissent dans cette complexité sont rares. Tout ceci est accru dans une société de LBO pour laquelle il s'agit de réussir un sprint et qui doit s'assurer de choisir le meilleur coureur. Il n'y en a qu'un petit nombre avec lesquels on puisse se garantir que leurs performances ne tombent jamais en dessous d'un certain plancher.

Int. : *Les managers ne risquent-ils pas de favoriser leur intérêt à court terme en étant, par exemple, peu regardants sur la qualité des sous-traitants ou en négligeant la recherche-développement ?*

N. G. : Les sociétés de LBO sont extrêmement attentives à préserver les intérêts à long terme des entreprises qu'elles gèrent, parce qu'elles ne peuvent pas vendre une marchandise qui se serait détériorée sous leur bannière. Il faut donc s'assurer que les managers ne sacrifient pas au profit immédiat le long terme que représentent la R&D, l'investissement ou la mondialisation.

Int. : *Les managers jouent-ils un rôle dans les négociations ?*

N. G. : Les managers peuvent devenir arbitres. Souvent le manager peut l'être dans la mesure où il préfère un fonds à un autre. Dans l'exemple d'Actaris, la société est passée à un fonds anglais puis, les managers ont préféré revenir vers LBO France. La première des choses dans une négociation est donc d'être sûr d'obtenir l'adhésion des managers. Vous négociez mieux

avec le détenteur des actions de la société que vous visez si les managers sont partie prenante. Par ailleurs, un fonds déteste acheter une entreprise dans laquelle il faut changer l'équipe managériale. D'une part, vous travaillez avec les managers pour avoir un *business plan* crédible ; enfin, vous voulez compter sur des gens qui s'engagent et donc pratiquement, vous ne pouvez travailler qu'avec l'équipe en place.

Int. : *Est-ce que vous avez recours à des audits perfectionnés pour apprécier l'état de l'art et les potentialités, en particulier en matière de R&D, ou est-ce que vous passez par le management installé ?*

N. G. : Lorsque'il s'agit d'un investissement important, on passe nécessairement par un audit stratégique, dont l'aspect technologique est déterminant. Vous ne pouvez pas compter seulement sur la parole du management. Il est clair que le management a tout intérêt à vous montrer une courbe ascendante des résultats et un fort potentiel de croissance. Les hypothèses de marché et sur la technologie doivent être d'autant plus vérifiées que les banques sont parties prenantes et qu'elles jouent gros. Par conséquent, elles-mêmes se blindent en demandant des audits.

Int. : *Il n'y a pas toujours que du positif dans ces opérations. Vous avez évoqué la pression du cash. Mais c'est aussi un monde très opaque où l'on retrouve quelques centaines de personnes, toujours les mêmes sociétés de gestion, les mêmes banques, et où l'on assiste à des manipulations d'information. Vous avez également parlé des rémunérations excessives de certains intermédiaires, alors qu'il est parfois difficile de savoir quelle est la rentabilité exacte de l'opération.*

Int. : *La société que vous nous décrivez est un peu une société dans laquelle il y aurait des villages avec des agriculteurs et puis des bandes de pillards qui viendraient régulièrement prélever les récoltes, éventuellement à contretemps. Et ces bandes de pillards se battraient entre elles, sauvagement, pour venir piller les récoltes au moment le plus opportun. Globalement, on peut se demander si cela contribue bien à la productivité.*

N. G. : Il est vrai que l'on compare les sociétés de *Private Equity* à des criquets qui dévastent les récoltes. La réalité est différente : la croissance mondiale est imputable, de façon substantielle, à ces flux de liquidités. Ces sociétés provoquent une amélioration considérable de la gestion et ont un effet sélectif très performant. Comme toute sélection, celle-ci comporte des éléments critiquables, il y a peut-être des laissés pour compte, mais je pense que ce modèle est plus créatif que les *hedge funds* puisque l'argent est systématiquement réinvesti. Je pense également qu'il est intéressant de voir les managers devenir propriétaires de leur entreprise. Le LBO est une façon pour les grands groupes de valoriser des actifs qu'ils exploitent mal, qui ne sont pas au cœur de leur métier. On offre également des solutions aux entreprises familiales qui ont des problèmes de transmission. Il n'y a aujourd'hui pas une société au monde qui ne puisse trouver une solution auprès d'une société de fonds. Rappelez-vous qu'il n'y a pas si longtemps, la France était asphyxiée par le manque de liquidités disponibles.

Int. : *Est-ce qu'une entreprise peut durablement résister à une pression pareille ? Est-ce que le LBO est un coup d'éperons ou est-ce que c'est un état durable ?*

N. G. : Ce n'est pas un état figé pour l'éternité puisqu'une société sous LBO peut évoluer soit en voyant ses managers devenir propriétaires, soit en étant introduite en Bourse. Elle peut également évoluer pendant des décennies, en passant de LBO en LBO tertiaire et en restant sous la tutelle de sociétés de fonds. Mais le sprint ne dure généralement que quatre à cinq ans.

Int. : *Ce n'est pas seulement un état d'esprit différent. Ce sont aussi, et je peux en témoigner, des conditions de travail beaucoup plus agréables, même si l'on travaille plus que dans un grand groupe.*

N. G. : Lorsque je travaillais chez Schlumberger et que je dirigeais Actaris dans les années 1970, on me demandait d'imposer un budget à la société. Tandis qu'aujourd'hui, le *business plan* sur lequel se mettent d'accord les actionnaires, les dirigeants et les banquiers, est librement consenti parce qu'il faut que les managers qui le conduisent le réussissent, non pas à contrecœur, mais parce qu'ils se le sont approprié.

La Bourse ou le cash ?

Int. : *Le capital risque n'est-il pas plus adapté et plus rentable dans le cadre des start-up ?*

N. G. : Vous ne pouvez pas demander à un investisseur d'aller à l'abreuvoir s'il n'a pas soif ! Les grandes fortunes partagent généralement leurs fonds entre du capital investissement type LBO et du capital-risque, avec une préférence pour le premier.

Int. : *Est-il intéressant pour une société de LBO d'avoir l'exclusivité d'une négociation, y compris en payant ?*

N.G. : Ce n'est pas ce qui se passe en pratique. Les appels d'offres se font en toute confidentialité : on vous transmet un dossier, on vous informe que la proposition a été transmise à "X" autres fonds et, à date dite, vous devez remettre une lettre d'offres. À partir de là, on vous dira si vous êtes placé ou pas. C'est une enchère pour laquelle, en principe, vous ne payez rien, l'inverse risquant d'être contre-productif. Dans ce type d'enchères, les éléments financiers ne sont pas les seuls critères ; plusieurs facteurs entrent en ligne de compte : la réaction au *business plan* et aux perspectives, la réaction du management, la nationalité de la société de LBO dans le cas, par exemple, d'une société à caractère stratégique, des questions de personnalité, etc.

Int. : *Que pensez-vous des opérations de LBO dans lesquelles le remboursement de la dette se fonde essentiellement sur la cession d'actifs ?*

N. G. : Vous pouvez très bien vous situer dans une société où vous ne voyez pas de cash-flow opérationnel mais où, par contre, vous voyez très bien un certain nombre de possibilités de démembrement d'actifs. C'est le cas, par exemple, des sociétés immobilières dans lesquelles vous êtes plus intéressé par le démembrement d'actifs et la revente de leurs composantes que par leur rendement financier.

Int. : *Comment détecter, recruter et manager les managers sachant qu'en France, les très bons managers sont rares, en partie parce que l'échec est infiniment plus pénalisant qu'aux États-Unis, par exemple ?*

N. G. : Il me semble que l'esprit managérial progresse en France : il y a plus de start-up et plus d'investisseurs prêts à s'impliquer dans ces sociétés. Maintenant, comment faire en sorte que les managers deviennent de bons managers ? Vaste question ! Simplifions donc. Tout d'abord, il faut établir une stratégie qui convainque et qui soit axée sur le marché. Les gens, du haut en bas de l'échelle, sont extrêmement attentifs et conscients de cette adéquation au marché. Deuxièmement, des objectifs impossibles ! En France, si vous ne dites pas clairement aux gens qu'il faut se dépasser, se transcender, c'est la médiocrité qui risque de prédominer au lieu de l'enthousiasme et de l'initiative. Et les gens aiment les challenges. Troisièmement, la confiance, doublée de l'équité et d'une sévérité implacable. C'est-à-dire confiance, autonomie et récompense, mais ceux qui sortent des règles de la stratégie énoncée et, d'autre part, de la réglementation et de l'éthique, ceux-là ne font plus partie de l'équipe. Au premier exemple de manquement, vous sévissez. Tout le monde comprend alors et s'aligne. Chacun connaît les règles du jeu et sait où on l'attend : il n'y a pas de surprises. La gestion par embûches est une grave erreur.

Int. : *Compte tenu de l'image parfois dégradée de cette activité essentiellement vue sous son angle financier, le LBO ne mériterait-t-il pas d'être mieux connu ou réglementé ?*

N. G. : Par définition, vous ne pouvez pas avoir d'intervention des gouvernements : il s'agit de *Private Equity*, d'investissements privés. À partir du moment où la réglementation s'en mêle, vous perdez ce qui fait la force du LBO, c'est-à-dire la rapidité, la flexibilité et la fluidité des capitaux. C'est en même temps ce qui explique les critiques puisque tout se passe en dehors de la sphère publique, dans le secret. Dans les sociétés cotées en Bourse, la publicité obligatoire et dûment réglementée absorbe les trois quarts du temps des managers. Mais en France, tout ce qui est privé est suspect !

Int. : *Lorsque vous étiez président de Valeo, vous montriez déjà un fort intérêt pour le cash-flow...*

N. G. : Que pour ça !

Int. (le même) : *... par contre vous manifestiez beaucoup moins d'inclination pour la dette. Avez-vous changé d'avis à l'égard de la dette ?*

N. G. : La chose est simplissime : quand j'étais président de Valeo, j'avais l'œil rivé sur le cours de Bourse, comme les actionnaires, et je savais que l'élément qui motivait ce cours de Bourse était mon résultat opérationnel. Si j'étais endetté, le résultat opérationnel était affecté par les intérêts de la dette, le cours diminuait et donc, en aucun cas, je ne voulais être endetté pour pouvoir représenter le meilleur résultat opérationnel possible. Et mon cours de Bourse est passé de 20 euros à 100 euros et ma capitalisation boursière est passée d'un milliard à 20 milliards d'euros. Je me disais, cette formule fonctionne !

J'ai changé de métier et dans ce nouveau métier, le LBO, plus j'ai de dettes, moins d'impôts je paye et plus de plus value j'obtiens ! Donc, j'ai changé de mentalité !

Int. : *Le titre de la séance est « LBO : le management par la tyrannie du cash ». Êtes-vous d'accord ?*

N. G. : Le cash est le dénominateur commun : quand je parle du cash tout le monde comprend. Quand vous parlez du bilan, tout le monde pense que vous manipulez, que ce soient les syndicats ou les boursiers, tandis que le cash, c'est tangible, c'est là. Il y a un solde positif ou pas, il y a de l'endettement ou pas, c'est comme le budget familial : tout le monde comprend. Le cash représente donc effectivement une tyrannie qui est imposée aux sociétés de gestion par les investisseurs qui attendent du cash en retour. Mais il faut aussi du fun : pour prendre un peu de plaisir et bien dormir la nuit, il faut faire de la stratégie, il faut avancer et progresser sans relâche.

Présentation de l'orateur :

Noël Goutard : est actuellement président de NG Investments, société de capital investissement qu'il a fondée, et administrateur de plusieurs sociétés ; il a été de 2000 à 2005 associé de LBO France, société de gestion de fonds qui a réalisé une forte croissance pendant cette période ; de 1987 à 2000 il a présidé au développement de Valeo qu'il a transformé en un acteur mondial de l'équipement automobile ; précédemment, il a été directeur général de Compteurs Schlumberger de Chargeurs et de Thomson ; après un début comme trader à Wall Street, ses quarante ans de carrière ont été marqués par une trajectoire réussie dans le monde de l'industrie et de la finance.

Diffusion avril 2007