

# Harkand : le *build-up* ou comment regrouper des PME pour former un leader mondial

par

■ **Nicolas Mouté** ■

Associé chez Ixens

Ancien PDG du groupe Harkand

## En bref

En 2010, la société Gulmar Offshore, acteur du secteur parapétrolier, rencontre de sérieuses difficultés et ne peut honorer ses dettes. Oaktree Capital Management en prend le contrôle pour redresser l'entreprise et mettre en place une stratégie de *build-up*. L'objectif est d'atteindre la taille critique qui permettra de faire face à la lourdeur des investissements de cette industrie. Pour compléter la palette des services proposés par l'entreprise et permettre à celle-ci d'être présente sur quatre continents, le fonds fait ensuite l'acquisition de ISS-Andrews Survey en 2012 et de VMS en 2013. En fusionnant les trois sociétés, il crée Harkand, dont le chiffre d'affaires atteint quatre cent millions de dollars en 2014. Pour Nicolas Mouté, ancien membre du fonds Oaktree et ancien PDG du groupe Harkand, ce genre d'opération peut difficilement être lancé par une PME sans l'appui des fonds d'investissement, même si, en contrepartie, ceux-ci imposent au processus de *build-up* les contraintes liées à leurs phases d'investissement et de désinvestissement

Compte rendu rédigé par Élisabeth Bourguinat

*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.*

Séminaire organisé avec le soutien de l'UIMM et de La Fabrique de l'industrie et grâce aux parrains de l'École de Paris (liste au 1<sup>er</sup> novembre 2015)

• Airbus group • Algoé<sup>1</sup> • ANRT • Be Angels • Carewan<sup>2</sup> • CEA • Chaire "management de l'innovation" de l'École polytechnique • Chambre de Commerce et d'Industrie de Paris • CNES • Conseil Supérieur de l'Ordre des Experts Comptables • Crédit Agricole S.A. • Danone • EDF • ESCP Europe • FaberNovel • Fondation Charles Léopold Mayer pour le Progrès de l'Homme • Fondation Crédit Coopératif • Fondation Roger Godino • Groupe BPCE • HRA Pharma<sup>2</sup> • IDRH • IdVectoR<sup>1</sup> • La Fabrique de l'Industrie • La Poste • Mairie de Paris • MINES ParisTech • Ministère de l'Économie, de l'Industrie et du Numérique, DGE • NEOMA Business School • Orange • PSA Peugeot Citroën • Renault • SNCF • Thales • Total • UIMM • Ylios

1. pour le séminaire Ressources technologiques et innovation
2. pour le séminaire Vie des affaires

À la sortie de l'École polytechnique, j'ai rejoint le Boston Consulting Group avant de participer à l'aventure d'une start-up Internet en 2000. Cette expérience n'a pas été un succès, mais elle m'a permis de me frotter à l'entrepreneuriat. Désireux de renforcer mes compétences en finance, j'ai rejoint la banque ING où, pendant cinq ans, j'ai fait partie de l'équipe chargée de développer le financement d'acquisitions.

En 2006, je suis passé du côté des fonds d'investissement au sein de CVC Capital Partners, un gros fonds européen dédié aux ETI. Nous avons racheté notamment le groupe Fraikin, une société de leasing de camions qui, peu de temps après, a été prise dans la tourmente de la crise financière et économique. À cette occasion, j'ai été confronté au fait que ce n'est pas tout d'acheter une entreprise: il faut également s'en occuper de très près ensuite.

Puis CVC m'a demandé de participer au suivi du LBO (*Leveraged Buy-Out*) de CPI, le leader européen de l'impression de livres en noir et blanc, que l'opération avait laissé trop endetté. Nous avons passé un an à restructurer à la fois le bilan financier et l'entreprise elle-même. Après avoir réussi à annuler les deux tiers de la dette et à lancer une nouvelle stratégie de migration vers le numérique, nous avons constaté que les actions n'avaient plus de valeur en raison du volume des dettes et nous avons transféré la propriété de la société aux banques.

J'ai alors rejoint Oaktree Capital Management, un important fonds américain dont la spécialité est d'investir dans les entreprises en difficulté. Je me suis particulièrement consacré au *build-up* d'Harkand, dont je vais parler plus en détail. Au bout de la troisième acquisition effectuée dans ce cadre, le dossier est devenu tellement complexe que mon rôle s'apparentait davantage à celui d'un opérationnel qu'à celui d'un investisseur. J'ai alors sauté le pas et je suis devenu PDG d'Harkand pendant deux ans (2012 et 2013), le temps de redresser l'entreprise, avant de céder la place à un PDG permanent.

En 2014, j'ai fondé avec quatre associés le cabinet Ixens, dont la vocation est d'aider les actionnaires à valoriser leurs entreprises à travers des démarches de longue durée, entre autres des actions de *build-up*.

### Définition du *build-up*

Le *build-up*, tel que nous l'avons pratiqué chez Harkand, se distingue des opérations de fusion-acquisition dans lesquelles un groupe rachète une ou plusieurs sociétés représentant chacune un pourcentage limité de son propre chiffre d'affaires. Dans cette configuration, ni le périmètre ni la nature des activités de l'entreprise ne sont radicalement modifiés. Dans le cas d'un *build-up*, au contraire, l'entreprise rachète une ou plusieurs sociétés de taille comparable à la sienne, et le résultat est radicalement différent de la situation de départ. La fusion-acquisition est un moyen et le *build-up* est un but; ce but est de créer quelque chose de vraiment nouveau.

### Le film du *build-up* d'Harkand

En 2010, Oaktree a eu l'opportunité de racheter une société en faillite, Gulmar Offshore, située à Dubaï et spécialisée dans l'entretien des champs pétroliers sous-marins.

#### *Les champs pétroliers sous-marins*

Quand on pense à des plateformes pétrolières, on voit généralement une structure émergeant de l'océan avec deux ou trois flammes jaillissant des cheminées. Il s'agit de la partie visible de l'iceberg. À chaque plateforme correspondent plusieurs dizaines de puits sous-marins et un grand volume de tuyaux et autres matériels destinés à pomper et à acheminer le pétrole. Toutes ces installations doivent être régulièrement entretenues et réparées, ce qui nécessite de mobiliser des bateaux spéciaux, des plongeurs et des robots sous-marins capables d'atteindre, parfois, de grandes profondeurs.

## *Le marché de l'entretien-réparation*

Les montants des contrats d'entretien et de réparation peuvent aller de quelques centaines de milliers d'euros à quelques millions, voire dizaines de millions d'euros. Les groupes tels que Technip, spécialisés dans l'installation de champs pétroliers, ont peu à peu délaissé ces contrats, plus modestes et surtout plus aléatoires que les contrats d'installation, dont les montants se comptent souvent en centaines de millions d'euros. C'est pourquoi le marché de l'entretien et de la réparation est fragmenté entre d'innombrables petits acteurs locaux.

## *Le rachat de Gulmar*

Le chiffre d'affaires de Gulmar était tombé à zéro pour une raison très simple. Suite à des revers de fortune, l'entreprise était dans l'incapacité de rembourser ses dettes. Les banques avaient saisi les trois bateaux qu'elle possédait. Plus d'outils de travail, plus de rentrées d'argent.

Nous avons réalisé cette acquisition avec le projet de racheter d'autres petits acteurs du même type et de les fusionner afin de créer un leader mondial. Dans l'immédiat, il fallait débloquer la situation et, pour cela, convaincre les banques que nous pouvions apporter des capitaux afin de récupérer les bateaux, relancer l'exploitation et retrouver du chiffre d'affaires.

## *Le rachat d'ISS-Andrews Survey*

Une fois la machine remise en route, nous nous sommes trouvés à la tête d'une sorte de loueur de bateaux. Nous étions un fournisseur de rang 2, derrière des sociétés d'ingénierie comme Technip ou d'autres acteurs qui, eux-mêmes, avaient pour clients les sociétés pétrolières. Nous avons décidé de compléter notre palette de compétences. Nous possédions des bateaux et nous voulions pouvoir offrir les services qui vont avec, ce qui nécessitait de disposer d'une flotte de robots sous-marins, de plongeurs, d'ingénieurs, de chefs de projets, etc.

En 2012, nous avons racheté ISS-Andrews Survey, une société basée à Aberdeen, qui nous a apporté l'ensemble de ces services. Pour elle aussi, le rapprochement avec Gulmar était une bonne opération car elle ne possédait pas de bateaux et, jusqu'alors, devait les louer, ce qui lui coûtait très cher. La complémentarité presque miraculeuse entre les deux sociétés semblait exclure toute redondance et notamment toute obligation de procéder à des licenciements. Malgré tout, l'opération s'est avérée plus complexe que prévu. Même lorsqu'il n'y a pas de problèmes, certains se chargent d'en créer à travers toutes sortes de rivalités et de suspensions.

C'est à ce moment-là que j'ai pris formellement la direction de l'entreprise, avec pour objectif de mettre tout le monde d'accord grâce à la création d'une entité supérieure.

## *Le rachat de Veolia Marine Services*

L'année suivante, en 2013, nous avons procédé à une troisième acquisition, celle de Veolia Marine Services, basée à Houston. Alors que le premier rachat visait une complémentarité de compétences, celui-ci tendait à une complémentarité géographique. Cette nouvelle acquisition nous donnait la possibilité de faire du partage d'expérience et de clients, mais soulevait de nombreuses questions, par exemple sur la façon d'intégrer la gestion des bateaux et des robots dépendant des différentes entités.

## *La création du groupe Harkand*

La même année, nous avons mené à bien la création du groupe Harkand, qui réunissait les trois sociétés, et décidé d'abandonner leurs marques respectives pour adopter un nouveau nom. La marque Gulmar avait perdu sa crédibilité. La marque ISS-Andrews Survey paraissait trop liée au périmètre de la mer du Nord. Quant à Veolia Marine Services, nous ne pouvions évidemment pas garder ce nom. Sur un marché où la plupart des sociétés ont des appellations de type *Subsea International Engineering*, nous avons choisi un nom original et relativement neutre. Il évoque les consonances des pays du Nord mais, pour la petite histoire, la mer d'Harkand est en fait l'autre nom du golfe du Bengale. Le choix de cette marque correspondait à notre stratégie consistant à devenir un groupe international, capable d'opérer de façon convaincante partout dans le monde.

## Les bénéfices

### *Atteindre la taille critique*

Parmi les bénéfices d'une opération de *build-up*, le plus évident est le fait d'atteindre la masse critique : chaque entreprise est de taille réduite, mais une fois réunies, elles deviennent un groupe important. Lorsque j'ai quitté le groupe Harkand, début 2014, son chiffre d'affaires atteignait 400 millions de dollars, dont 70 millions d'EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, excédent brut d'exploitation). Il possédait huit bateaux et employait un millier de salariés autour de quatre grandes implantations, Houston dans le golfe du Mexique, Aberdeen en mer du Nord, Dubaï au Moyen-Orient, Singapour pour l'Asie.

### *Se développer par croissance externe*

En théorie, le développement d'une entreprise par croissance organique est l'option qui lui permet de créer le plus de valeur, à moindre coût, même si cela prend plus de temps que la croissance externe. Mais, dans certains cas, la croissance interne est simplement inenvisageable.

Nous en avons fait l'expérience après l'achat de Gulmar et de ses trois bateaux. Nous pensions qu'il nous suffirait d'acheter des robots et d'embaucher des plongeurs pour décrocher des contrats. En réalité, nous étions confrontés au problème "de l'œuf et de la poule" : comment attirer de bons chefs de projets si l'on n'a pas encore de clients ? comment convaincre des clients si l'on n'a encore aucune référence ? Le problème est particulièrement ardu dans le secteur parapétrolier, où l'on doit "montrer patte blanche" en matière de sécurité. En optant pour la croissance organique, il nous aurait fallu dix ans pour atteindre le même chiffre d'affaires qu'avec la croissance externe, et nous aurions pris des risques très élevés.

Il en va de même pour la croissance géographique. À Singapour, nous ne disposions que d'un bureau et nous ne trouvions pas de société à acquérir. Nous avons décidé d'acheter un petit bateau, de constituer une équipe et de chercher des clients. Mais nous ne connaissions pas les us et coutumes locaux, nous avons énormément de concurrents et nous avons perdu beaucoup d'argent, au point que le Groupe a décidé, en 2014, de fermer la filiale et de licencier tout le monde. Les choses se sont beaucoup mieux passées à Houston. La société que nous avons rachetée ne disposait pas de toutes les compétences souhaitables et sa rentabilité n'était pas suffisante, mais elle constituait une base sur laquelle nous avons pu nous appuyer, avec un noyau de clients respectables, quelques actifs de qualité et un historique de résultats à partir duquel nous avons pu progresser.

### *De meilleures conditions de négociation*

Le fait d'atteindre la taille critique facilite énormément les négociations avec les clients et les fournisseurs. Les sociétés du groupe Harkand sont passées du statut de fournisseur de rang 2 à celui de fournisseur de rang 1. Le fait de disposer d'un nombre de bateaux suffisant leur a permis de négocier des accords-cadres avec leurs clients, et ainsi de ne plus être soumises au caractère aléatoire du marché, avec des périodes sans travail et des périodes très chargées.

### *Une gestion plus structurée et de nouvelles compétences*

Un autre bénéfice du *build-up* est la capacité à absorber des frais généraux plus lourds, ce qui permet de renforcer les moyens du Groupe, en termes de *reporting* ou encore de gestion des ressources humaines. Nous sommes passés d'une gestion artisanale à quelque chose de beaucoup plus structuré, faisant appel à de nouvelles compétences.

### *Un gain de visibilité*

La taille plus importante du Groupe et l'adoption d'une marque unique nouvelle ont fortement accru notre visibilité, ce qui a joué un rôle crucial pour les recrutements et la rétention des talents. En 2013, le taux de chômage à Aberdeen était de 3 % et il était très difficile de trouver et de conserver des ingénieurs. Du jour au lendemain, nous sommes devenus un groupe international offrant de belles carrières et une bien plus grande diversité de postes. Nous cumulons les avantages des petites et des grosses entreprises : nous étions un Groupe suffisamment

petit pour que des jeunes dynamiques puissent espérer s’y faire remarquer, et suffisamment grand pour leur offrir de beaux parcours.

### *De nouvelles sources de financement*

Enfin, le *build-up* nous a donné accès à des sources de financement nouvelles par rapport à celles que peut mobiliser une petite société locale. Par exemple, nous avons pu recourir à des obligations norvégiennes, un outil parfaitement adapté à notre métier mais qui ne concerne que des sociétés capables de justifier un emprunt de 50 à 100 millions d’euros.

## Les défis

À côté de ces bénéfiques, le *build-up* représente aussi un certain nombre de défis assez redoutables pour une PME.

### *Disposer d’une vision et d’une stratégie*

Le premier est l’obligation de définir clairement la direction dans laquelle l’entreprise veut aller. De prime abord, la justification du *build-up* peut paraître simple: « *Je possède la société A. Si j’achète son concurrent B, je ferai de meilleures affaires.* » En pratique, si l’on ne commence pas par avoir une vision précise de ce que l’on veut faire, on se heurte en permanence à des questions très difficiles, que ce soit en termes de sélection (« *pourquoi acheter telle société plutôt que telle autre?* »), d’organisation (« *pourquoi se structurer plutôt comme ceci que comme cela?* ») ou encore de communication.

### *Une charge très lourde*

Le deuxième défi consiste à faire face au travail très lourd que représente la démarche de *build-up*. Pour réaliser deux acquisitions en trois ans, nous avons dû identifier plus d’une centaine de cibles potentielles, en approcher une vingtaine et mener des discussions approfondies avec une dizaine d’entre elles. Pour une PME, cela aurait été difficilement envisageable. Il est généralement indispensable de s’appuyer sur un fonds d’investissement pour s’assurer que l’acquisition présente vraiment un intérêt par rapport à la stratégie définie et pour mener l’opération à bonne fin.

### *Prendre du recul*

Une fois l’acquisition réalisée, l’entreprise se trouve souvent confrontée à des “querelles de clochers”. Elle doit être capable de prendre du recul, de dépasser les rivalités et, parfois, d’opter pour des solutions intéressantes pour le Groupe mais qui ne vont pas forcément dans le sens de ses intérêts particuliers. Là encore, c’est plus facile lorsqu’elle peut s’appuyer sur un fonds d’investissement, plus à même que chacune des filiales de prendre en considération l’intérêt supérieur du Groupe.

Par exemple, lors du rachat de la société Gulmar, nous avons recruté au sein de cette entité une équipe qui avait vocation à diriger le Groupe futur. Mais l’acquisition d’ISS-Andrews Survey a amené aussi son lot de managers compétents. In fine, il a fallu faire des choix dans les rôles de chacun, dans l’intérêt général du Groupe.

### *Inventer une nouvelle organisation*

Le chiffre d’affaires de 400 millions de dollars auquel nous avons abouti en 2014 n’était pas l’addition de celui de chacune des quatre sociétés, mais le résultat d’une refonte complète de l’organisation. Nous sommes passés de sociétés mono-sites avec un effectif de cinquante à cent salariés et une gestion familiale, à un groupe d’un millier de personnes présent sur quatre continents. Un tel changement est un véritable défi à mener. Et le risque peut résider autant dans une mauvaise exécution que dans la procrastination.

### *Trouver des financements*

Quelle que soit la créativité des banquiers d’affaires, il n’existe fondamentalement que deux façons de financer le rachat de sociétés: soit l’augmentation de capital, soit l’emprunt. Comme l’augmentation de capital entraîne une dilution, les actionnaires privilégient généralement l’emprunt, ce qui peut conduire à un surendettement.

Lorsque j'ai quitté Harkand, nous étions déjà un peu trop endettés et je n'ose penser à ce qui s'est passé ensuite, compte tenu de la baisse du prix du pétrole et de son impact probable sur les activités du Groupe.

Un autre exemple est celui du groupe CGG, leader mondial pour les études de sol dans ce même secteur parapétrolier. Il s'est également constitué par acquisitions successives, à un prix très élevé, et il est actuellement sur le fil du rasoir en raison de son endettement.

### *Redresser les entreprises*

Les opérations de *build-up* tirent souvent parti du rachat d'entreprises en difficulté. La contrepartie est que ces entreprises doivent être redressées, ce qui représente un défi en soi.

## **Le recours aux fonds d'investissement**

Dans cette démarche, le recours à un fonds d'investissement peut présenter des avantages mais entraîne aussi des contraintes.

### *Les avantages*

Les fonds d'investissement apportent, tout d'abord, du financement en capital. Celui-ci n'est jamais bon marché, mais, parfois, on n'a pas le choix. Et il a l'avantage d'être moins fragilisant que la dette.

Comme je l'ai indiqué, ils disposent aussi du recul nécessaire pour prendre les décisions les plus rationnelles et, en particulier, imposer une logique financière et non "émotionnelle". Les fonds d'investissement ne sont pas attachés aux intérêts particuliers d'une des sociétés du Groupe plus qu'à ceux des autres. Ils peuvent jouer un rôle très utile dans le cas d'un conflit entre deux PDG.

Les fonds d'investissement apportent généralement aussi une force motrice, car ils sont pressés d'avancer, alors que les dirigeants des sociétés sont parfois hésitants. Deux PME peuvent s'interroger pendant des années sur l'opportunité de se rapprocher. Le fonds exigera que l'opération soit conclue dans les douze mois.

Enfin, les fonds d'investissement sont censés être experts en matière de fusions-acquisitions et pouvoir apporter toutes les ressources et compétences qui manquent aux PME ou ETI en la matière.

### *Les contraintes*

Généralement, un fonds d'investissement ne dispose que de quatre ou cinq ans pour investir. Passé ce délai, sa préoccupation est de sortir du capital. Or, compte tenu du temps nécessaire pour identifier une société et négocier, il est pratiquement impossible de conclure une fusion-acquisition en moins de six à douze mois, sans parler du temps qu'il faut, ensuite, pour réussir l'intégration des deux sociétés. En d'autres termes, à partir du moment où un fonds d'investissement entre au capital d'une société, celle-ci n'a le temps de réaliser qu'une ou deux acquisitions, au maximum, avant de préparer la sortie du fonds.

Cette contrainte entraîne une vision parfois court-termiste des enjeux de la part du fonds d'investissement. Au début du *build-up* d'Harkand, Oaktree nous encourageait à investir le plus possible. Les deux premières acquisitions se sont effectuées sans problème de financement, Oaktree se montrant particulièrement flexible dans un contexte de redressement d'entreprise difficile. Pour Veolia Marine Services, en revanche, alors même qu'il s'agissait d'une très bonne affaire, le rachat n'a pu se réaliser que parce que Veolia a accepté de nous prêter une partie du montant du prix de vente.

Enfin, les fonds d'investissement ont parfois tendance à se représenter le monde à travers les grilles d'un tableau Excel, où les sociétés sont des briques de Lego que l'on peut assembler et désassembler sans difficulté. Tout opérationnel sait que le rachat de sociétés est un exercice qui peut s'avérer très compliqué, surtout lorsque l'on veut créer des synergies et faire du *build-up transformant*, c'est-à-dire aboutir à un résultat très différent de la simple addition des entreprises.

## Le statut des entreprises rachetées

**Un intervenant :** *Quelle était la forme juridique des entreprises rachetées ?*

**Nicolas Mouté :** Nous avons eu tous les cas de figure. La société Gulmar avait trois actionnaires : un entrepreneur individuel, un *family office* norvégien, un fonds d'investissement du Moyen-Orient. ISS était détenue à 100 % par ses fondateurs. Marine Services était une filiale de Veolia. Un *build-up* peut être envisagé quelle que soit la nature des actionnaires.

En revanche, la façon de gérer tant l'acquisition que l'intégration sera très différente selon les cas. Quand l'actionnaire est le créateur de l'entreprise, la dimension émotionnelle est généralement très prégnante, aussi bien pour la négociation du prix que pour le rôle futur du dirigeant au sein du groupe, par exemple en matière de gestion des hommes ou de relation avec les clients. Les choses ont été beaucoup plus simples, de ce point de vue, pour le rachat de Veolia Marine Services. Les salariés étaient contents de passer d'un groupe au sein duquel leur activité était marginale à une société qui leur offrait une vraie vision et une stratégie.

## La sélection des entreprises

**Int. :** *Comment avez-vous procédé pour identifier et sélectionner les entreprises à racheter ?*

**N. M. :** N'étant pas experts du secteur, nous avons commencé par solliciter un ancien dirigeant spécialiste de ce marché et nous avons travaillé avec lui pour bien définir notre vision et notre stratégie. Cela nous a pris plusieurs mois. Nous avons analysé toute la chaîne de valeur et décidé d'exclure certaines activités. Par exemple, nous avons écarté l'intervention dans les puits, qui nécessite des appareils spécifiques. Plus nous avons approfondi notre réflexion, plus nous avons restreint notre champ d'action, ce qui nous a rendus d'autant plus efficaces. Les PME et ETI ont généralement intérêt à se focaliser sur une activité très précise, car elles ont toujours suffisamment de complexité à gérer par ailleurs...

Une fois cette étape franchie, nous avons établi des listes de sociétés cibles. Il existe trois grandes méthodes pour le faire, et c'est la combinaison des trois qui donne les meilleurs résultats. La première consiste à explorer des bases de données, en commençant, tout bêtement, par Google. Cela donne des listes "à la Prévert", avec pas mal de déchets. On peut aussi solliciter les banquiers d'affaires. Nous nous sommes adressés à une banque spécialiste du parapétrolier implantée à Houston, Aberdeen et Singapour. La troisième méthode est la meilleure : elle consiste à discuter avec les hommes de terrain, commerciaux ou ingénieurs. En général, ils ont beaucoup d'idées sur la question (« *La société qu'il nous faut en Asie, c'est celle-ci.* ») et ils peuvent également disposer de contacts directs au sein des sociétés en question.

Une fois la liste établie, nous avons pris les contacts et défini peu à peu nos priorités. Certains projets ont échoué, de façon très classique, parce qu'il s'avérait impossible de parvenir à un accord sur le prix avec les vendeurs. Les opérations de *build-up* réussies sont celles qui respectent à la fois la logique financière et la logique stratégique. Sans discipline financière, on risque d'épuiser ses ressources ou de trop s'endetter, et de compromettre ainsi l'avenir de l'entreprise.

## La concurrence

**Int. :** *Lors de la phase d'identification des sociétés à racheter, j'imagine que vous avez procédé dans la plus grande discrétion ?*

**N. M. :** Dès que l'on commence à discuter avec des banquiers d'affaires, il faut renoncer à la discrétion... De toute façon, notre stratégie était, au contraire, d'afficher très largement notre ambition, à savoir atteindre

un chiffre d'affaires d'un milliard de dollars en cinq ans. Quand nous avons commencé à négocier avec chacune des sociétés cibles, en revanche, la discrétion était naturellement de rigueur.

**Int. :** *Comment ont réagi vos concurrents quand vous vous êtes lancés dans cette stratégie de build-up ?*

**N. M. :** Nous n'avons constaté aucun effet négatif. Nos concurrents étaient tous convaincus d'avoir la meilleure stratégie possible et, de surcroît, parmi toutes les stratégies envisageables, celle du *build-up* est loin d'être la plus simple à appliquer. Elle nécessite beaucoup de moyens financiers et humains ainsi qu'une très grande détermination. Vous ne pouvez pas décider du jour au lendemain de vous lancer dans un *build-up* simplement parce que l'un de vos concurrents le fait.

Dans un secteur très différent, celui des crèmes glacées, Oaktree a racheté douze petites sociétés et constitué un groupe de 900 millions d'euros de chiffre d'affaires. Le bénéfice a été très important en termes de capacité de négociation avec la grande distribution, et la marge en pourcentage du chiffre d'affaires a doublé. Mais l'un des plus gros acteurs de ce marché, Nestlé, a choisi une stratégie différente, consistant à progresser uniquement par croissance organique.

## Au départ, une opportunité

**Int. :** *La pratique consistant à définir une stratégie avant toute première acquisition est-elle commune parmi les fonds d'investissement ?*

**N. M. :** Pas vraiment, et en réalité, même dans notre cas, la première acquisition s'est faite un peu par hasard. Je prenais un petit déjeuner avec un ami banquier d'affaires et il m'a appris qu'il travaillait sur le dossier d'une société en faillite à Dubaï. En creusant le dossier, nous avons compris qu'il représentait une véritable opportunité et nous avons défini une "thèse d'investissement", c'est-à-dire une stratégie. Mais la veille de ce petit-déjeuner, je m'intéressais plutôt à des fabriques de biscuits...

## Qui désire le build-up ?

**Int. :** *Existe-t-il des cas où le fonds d'investissement répond à un désir de build-up de la part d'une entreprise ?*

**N. M. :** Le désir de *build-up* n'est pas le même selon que l'on parle de l'actionnaire ou des salariés. Pour les salariés, la perspective d'un *build-up* n'est pas très attractive ; elle est surtout synonyme "d'emmerdements"... Le seul à pouvoir être vraiment motivé par un *build-up* est l'actionnaire. Le dirigeant pourrait l'être également, à condition d'être sûr qu'il ne perdra pas son poste dans l'opération ! Le problème est que, souvent, le dirigeant et l'actionnaire ne font qu'un.

## Le bénéfice de l'opération pour le fonds

**Int. :** *Quel a été, finalement, le bénéfice de l'opération pour le fonds d'investissement ?*

**N. M. :** Il est difficile de répondre à cette question aujourd'hui. L'opération était rentable pour Oaktree à la date de mon départ en 2014. Depuis, malheureusement, la crise du secteur a sans doute dégradé cette situation. Même une bonne idée, une bonne exécution et de bonnes sociétés ne garantissent pas forcément un bon retour sur investissement si le marché se retourne...

## Quelle création de valeur ?

**Int. :** *Au total, cette opération a-t-elle ou non créé de la valeur pour les entreprises elles-mêmes ?*

**N. M. :** Oui, indiscutablement, si l'on met de côté le facteur exogène de la crise actuelle du secteur, liée au fait que le baril de pétrole est tombé à 50 dollars.



Nous avons racheté trois sociétés dont l'excédent brut d'exploitation était tombé à zéro et, en trois ans, celui-ci est passé à 70 millions de dollars. Je précise qu'il s'agissait bien d'une amélioration de la profitabilité liée aux synergies entre les activités des différentes sociétés et non du seul résultat d'une rationalisation des coûts.

Mais, bien sûr, un *build-up* mal conduit peut aussi détruire de la valeur. Par exemple, un entrepreneur peut racheter des concurrents et créer des "guerres de chapelles" qui plombent l'entreprise. Un investisseur ayant une démarche purement financière peut produire une situation chaotique en procédant à des acquisitions sans queue ni tête. Le *build-up* est un concept très simple en lui-même, mais difficile à mettre en œuvre.

**Int. :** *À la place de build-up, terme employé en France, les Anglo-Saxons utilisent la formule buy and build, qui a l'avantage de mettre l'accent sur l'association entre une opération financière et une opération de création de valeur. Cela permet de distinguer cette démarche de celle d'une fusion-acquisition uniquement tournée vers des réductions de coût. Le build-up repose sur un vrai projet de développement, dans lequel la croissance externe est destinée à générer de la croissance interne.*

## Harkand aujourd'hui

**Int. :** *Qu'est devenu Harkand aujourd'hui? La vente de la filiale singapourienne n'a-t-elle pas marqué un coup d'arrêt dans la stratégie de build-up?*

**N. M. :** La situation actuelle d'Harkand illustre parfaitement la stratégie en deux temps des fonds d'investissement. Après une phase intense d'investissement, on passe à la phase où la priorité devient de réaliser la plus-value, ce qui est logique. Du coup, la filiale de Singapour, qui aurait eu besoin de temps pour se développer, ne rentrait probablement plus dans les projets du Groupe et elle a été cédée. Cela dit, compte tenu de la crise actuelle, la vente de cette filiale a sans doute été une bonne décision, car malheureusement lorsque l'on aborde la zone des tempêtes, il vaut mieux voyager léger...

Aujourd'hui, la filiale de Dubaï a également été fermée et le Groupe ne comprend plus que les filiales de Houston et d'Aberdeen. La stratégie de *build-up* ne pourra sans doute reprendre que lorsque Oaktree aura revendu Harkand. Et cela risque de prendre du temps car la profitabilité de l'entreprise ayant baissé, l'actionnaire ne voudra pas la céder tant qu'elle n'aura pas redémarré, afin de réaliser sa plus-value.

Une fois la vente effectuée, on peut espérer que le processus de *build-up* reprendra. Le Groupe sera d'ailleurs peut-être racheté par un acteur du secteur ayant décidé de se lancer dans ce type de stratégie...

**Int. :** *Finalement, est-ce que le recours à un fonds d'investissement n'est pas incompatible avec le fait d'amener le build-up jusqu'à son terme, ce qui nécessite plutôt dix ans que cinq?*

**N. M. :** Le recours à un fonds d'investissement constitue souvent un bon catalyseur pour démarrer un *build-up*. Mais il faut être conscient des contraintes que ce choix impose, en particulier du point de vue de l'horizon de temps disponible. Il faut, par exemple, veiller à faire appel à un jeune fonds, encore en phase d'investissement, et non à un fonds qui existe déjà depuis cinq ans et qui va être très pressé de réaliser sa plus-value... Une fois la pompe amorcée, on peut aussi chercher des relais, soit en s'endettant, soit en procédant à des augmentations de capital minoritaires, ou encore en passant de fonds en fonds, et, à terme, en s'introduisant en Bourse.

■ Présentation de l'orateur ■

**Nicolas Mouté** : associé chez Ixens, il a travaillé chez CVC Capital Partners puis Oaktree Capital Management, au sein duquel il a fondé puis dirigé le groupe Harkand à travers l'acquisition de trois sociétés parapétrolières en difficultés ; il a aussi participé aux opérations de reprise de Fraikin et CPI ; préalablement, il a travaillé chez ING en financement d'acquisition ; il a débuté sa carrière au Boston Consulting Group ; il est chargé d'enseignement à HEC et est diplômé de l'École polytechnique.

---

Diffusion novembre 2015

---