

Rachats d'entreprise

Le truc pour investir sans trop s'endetter



Photo DOC
François Masquelier

Président d'honneur EACT (Associations européennes de trésoriers d'entreprises)

Investir comporte des risques et, parfois, peut s'avérer délicat lorsque l'entreprise est déjà fortement endettée. Pourtant, ne pas investir et ne pas croître, c'est risquer de rencontrer des problèmes, tôt ou tard. La compétition n'attend pas; elle continue à se développer, quoi qu'il arrive. Il est presque inévitable d'accroître ses activités par croissance externe pour rester compétitif. La croissance interne, sauf dans quelques rares cas particuliers, est insuffisante pour permettre à une grande société de grandir durablement.

SURPAYER PRÉSENTE DES RISQUES
Dans un monde de fusions/acquisitions dominé par les «equity investors» et les autres fonds spécialisés du type «venture funds», tels les Apax, Advent, Permira, KKR (Kohlberg Kravis Roberts), les prix des actifs ont flambé. Les actifs et cibles potentiels, à cause d'une forte demande et d'une surabondance de liquidités toutes prêtes à être investies, n'ont cessé de voir leurs prix croître.

Si c'est excellent pour les vendeurs, c'est moins intéressant pour les acheteurs opérationnels qui souhaitent se développer. Hélas, cette hausse est très souvent exagérée et artificiellement soutenue par ces nouveaux investisseurs de la scène européenne. Le dilemme est fondamental: acheter très ou trop cher ou passer à côté d'opportunités de croissance externe.

La seule croissance interne ne suffit plus, même dans une période économique de forte croissance. La croissance passe alors par l'acquisition externe. Mais pas à n'importe quel prix. Si le prix est trop élevé, en plus de surpayer l'acquisition et de pénaliser ses résultats, on risque de devoir, tôt ou tard, enregistrer un «goodwill impairment» (moins-value) sur la participation. La pénalisation aura alors été double. Rappelons-nous les achats exorbitants des années 2000. Certains aujourd'hui sont encore loin de valoir le prix qui fut payé à l'époque. Quelle destruction de valeur! L'idée intéressante lancée par un très grand groupe européen de mé-

dia, Bertelsmann AG, est de s'associer à des fonds de «private equity» (Citigroup Private Equity & Morgan Stanley Principal Investments) pour acquérir ensemble des actifs dans le domaine des médias, cœur d'activité de ce groupe.

Ensemble, ils ont investi un milliard d'euros. Il semblerait que Thomson Learning pourrait être une première cible. Ce qui est intéressant est cette idée pour un «corporate» de s'associer à des investisseurs au lieu de les affronter sur le terrain hyper-compétitif du marché des actifs à vendre.

En partageant les risques et en limitant l'investissement initial, l'entreprise peut maximiser l'effet levier. Pour une société endettée qui ne souhaiterait pas accroître son niveau d'emprunt, la participation partagée présente des intérêts indéniables. La structuration de la joint-venture, par sa déconsolidation sous IFRS, peut offrir le moyen de contourner certaines contraintes propres à un groupe, notamment lorsqu'il est relativement endetté, et d'éviter la prise en compte de l'endettement de la participation.

EFFET LEVIER

L'idée est d'optimiser le véhicule d'investissement en maximisant son endettement, pratique classique des fonds ci-dessus cités. L'effet levier permet d'augmenter le ratio dettes sur fonds propres («gearing»). Ces partenaires de «private equity» sont passés maîtres dans l'utilisation de cet effet levier («leveraging»).

La dette surproportionnée et maximisée par rapport aux fonds propres du véhicule permettra d'effectuer de nombreux investissements. Après quelques années, lorsque l'actif aura donné toute sa puissance et atteint sa performance ciblée, il est de bon ton pour ces investisseurs de céder l'actif avec une plus-value substantielle. C'est alors que l'investisseur «corporate» devra se démarquer par une cession ou, au contraire, par une prise de contrôle.

Certes, la prise de contrôle aura un coût supérieur à celui qui aurait été le sien en cas d'investissement initial direct. S'il choisit cette seconde option de prise de contrôle, elle aura permis de partager le risque et d'éviter de manquer une opportunité de marché intéressante. Plutôt que de ne rien investir parce qu'on a un endettement jugé par les marchés comme trop élevé, ne vaut-il pas mieux coinvestir avec des partenaires dont on sait qu'à terme ils ne resteront pas, puisqu'ils sont de purs investisseurs financiers? L'idée paraît tellement simple et pourtant efficace. Habituellement, un groupe s'asso-



Les entreprises ont de plus en plus de mal à racheter des sociétés concurrentes ou complémentaires, vu les prix exorbitants. L'association avec des fonds spécialisés constitue une solution.

cie à ce type de partenaires pour une grosse opération ponctuelle. Par exemple, John Demol s'associe avec Goldman Sachs et Apax pour le rachat d'Endemol ou encore Pro-

médias, cherchent les achats de «start-ups», qui seront les possibles Lycos, AOL, I-tunes, Youtube ou Google de demain. Il est essentiel de tenter d'être partenaire, dès que

MODÈLE SIMPLE

Le principe du «club» d'investissement est un modèle simple et pourtant relativement nouveau. C'est ce qui en fait l'originalité. Nous avons déjà vu des prises de participations conjointes avec ce type d'investisseurs, mais pas de création d'un fonds conjoint. Bien sûr, il sera nécessaire d'insérer des clauses qui protégeront le partenaire «corporate» pour une prise de contrôle ultérieure, lors d'une mise en Bourse (IPO) ou d'une sortie par revente. Mais l'entreprise pourrait aussi être financièrement opportuniste et prendre son profit en temps voulu.

L'idée d'investir conjointement dans plusieurs cibles jeunes, à haut potentiel, plutôt que d'investir seul dans un actif mature est peut-être plus sûre par les temps qui courent. C'est d'autant plus vrai lorsque les prix sont manifestement trop élevés, comme à l'époque où nous vi-

vons. Pour éviter le risque de surpayer un bel actif et de se surendetter anormalement, l'entreprise pourrait préférer de partager un risque mais en maximisant le profit potentiel. En multipliant les achats au travers d'un fond commun d'investissement, l'entrepreneur se donne plus de chance de tirer le bon numéro sur au moins l'un d'eux. C'est une stratégie initiée par des raisons comptables et financières mais qui offrirait des opportunités énormes et multiplierait ou augmenterait les chances d'être un actionnaire d'une future «success story».

Tant que l'entrepreneur est fortement endetté, cette solution est intéressante. Par après, il peut se concentrer sur des actifs plus jeunes, pas encore mûrs, mais à plus fort potentiel de plus-value. Avec tels modèles, il est à craindre que les prix et multiples du résultat opérationnel des actifs ciblés ne

baissent pas d'aussitôt. À des niveaux de prix manifestement trop/très élevés, il y aura des lendemains qui déchantent et des réveils douloureux.

Ce modèle a été mis au point car certaines entreprises étaient envieuses, du pouvoir d'achat énorme de ces fonds, mais aussi des revenus et plus-values réalisées par ceux-ci. Il est trop tôt pour dire si ce modèle innovateur fera des émules ou non, mais gageons que certains n'y seront pas insensibles et tenteront, en Europe, de le copier. ♦

Écrivez-nous

Vous souhaitez réagir? Un sujet d'actualité vous interpelle? N'hésitez pas à nous faire part de votre opinion. Envoyez-nous vos textes (6.000 signes maximum): debats@lecho.be.

Ce partenariat à moyen terme se conclut sous forme de joint-venture entre deux fonds et un groupe international.

siebenSat1, codétenus par Permira et KKR. Pourquoi ne pas procéder de la sorte pour une série d'actifs?

BATAILLE POUR ACHATS DE CIBLES

Nous avons constaté dans la presse certaines «bagarres» pour des achats d'actifs. Pensons à l'exemple récent de Newsweb, qui opposa TF1, Lagardère et Nexradio. Tant d'autres pourraient être cités. Les leaders d'un secteur, comme les

possibles, de ces futures «vaches à lait». Mais comme les «start-ups» ne seront pas toutes des réussites, il est peut-être intéressant de partager le risque, sans se priver du contrôle futur.

Ces fonds offrent une solution sécurisante et intelligente. Par cette prise de participation indirecte, l'entreprise mettra un pied dans des business nouveaux, exotiques et peut-être plus lointains.

Carte blanche

Le miracle de l'agneau néo-zélandais

PAR LE COLLECTIF AVION ROUGE (*)

Ça y est, les fêtes de Pâques sont à nos portes. Au moment de passer à table, nous dégusterons l'agneau pascal... de Nouvelle-Zélande. Et ce, que nous soyons à Bruxelles, Paris, Rome ou Berlin. En effet, partout en Europe, cet agneau est actuellement proposé à des centaines de millions de consommateurs à un prix ridicule-

ment bas, très largement inférieur à celui de l'agneau local, atteignant un record de 5,30 € le kg dans les hypermarchés français. Comment est-il possible qu'une telle «viande de qualité» provenant d'un lieu d'origine si lointain (18.700 km à vol d'oiseau), dont les services d'informations aux consommateurs contactés sont incapables de dire ou de vérifier si ce produit est venu par avion ou par bateau (1), se retrouve dans nos rayons européens à si bas prix? On entend souvent que le prix (très) bon marché des denrées périssables importées d'outre-mer est en grande

partie dû aux salaires de misère pratiqués dans les pays d'origine. Cela est certainement vrai, en effet, pour le Pérou, l'Égypte, l'Indonésie, le Kenya, le Sénégal ou l'Éthiopie...

Mais qu'en est-il alors de l'agneau néo-zélandais? La Nouvelle-Zélande, classée dans le top 20 mondial des pays présentant le meilleur «indice de développement humain», bien installée entre l'Espagne et l'Allemagne, est loin de faire partie des pays en développement. Comment donc arrive-t-elle à exporter ces animaux à un prix si bas, en l'absence de main-d'œuvre bon marché, et en y incluant les coûts de transport sur une distance qui est de l'ordre d'un demi-tour du monde?

La question est ouverte! Et pour nous, citoyens soucieux de ce qui tombe dans notre assiette, nous nous remettons au miracle et, surtout, nous nous demandons si tout ceci est durable.

En effet, tout déplacement de marchandise a un coût non négligeable, aussi bien financier qu'environnemental. Bien sûr, un peu plus de cinq litres de pétrole destinés au transport aérien ne pèsent pas très lourd dans la balance lorsque l'on sait que le kérosène coûte bien moins qu'un litre d'eau de Spa. Bien sûr, le coût du transport maritime est encore bien moins élevé (de l'ordre de 30 fois moins cher que le transport aérien). Mais il reste énorme par rapport au transport d'un agneau élevé localement.

Au moment où le Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (GIEC) se réunit une semaine à Bruxelles pour évaluer quelles seront les répercussions du réchauffement climatique sur nos sociétés, et que nous savons d'embellée que les pays les plus vulnérables seront les plus démunis, car incapables de s'adapter à ces modifications cli-

matiques profondes, on peut se poser des questions. Des questions... Nous sommes bien conscients que ces quelques paragraphes en posent, sans vraiment apporter de réponses. N'est-ce pas toujours le cas lorsqu'un miracle se produit? ♦

(1) Selon Carrefour et Delhaize, le mode de transport utilisé pour acheminer l'agneau néo-zélandais proposé actuellement serait un mélange de voie aérienne (approximativement 24 heures) et de voie maritime («trois bonnes semaines en container frigorifique») qui, en fonction des opportunités, serait «sans incidence sur le prix final pour le consommateur».

♦ (*) Fabrice Collignon, Pierre de Wit, David Leuloup, Pierre Ozer, Dominique Perrin, Sonia Veckmans et Martin Willems
Avionrouge.blogspot.com

L'ECHO

Rédactrice en chef
Martine Maelschalck

Rédacteur en chef adjoint
Marc Lambrechts

Secrétaire de rédaction
Denis Laloy

News managers
Laurent Fabri,
Serge Vandaele

Central News Desk
cnd@mediafin.be

Anne-Sophie Bailly,
David Collin,
Philippe Degouy,
Xavier Degraux,
Vincent Georis,
Pieter Jan Peumans,
Stéphane Wuille

Entreprises & Business
(entreprises@lecho.be)

Michel Lauwers (éditeur),
Jean-Pierre Coppens,
Arnaud De Handschutter,
Nicolas Keszei,
Jean-Yves Klein,
Fabian Lacasse,
Jean-Michel Lallieu,
François-Xavier Lefèvre,
Dominique Liesse,
Jean-François Sacré,
Caroline Taymans

Economie & Politique
(economie@lecho.be)

Nathalie Bamps (éditrice),
Jean-Paul Bombaerts,

Christophe De Caevel,
Stéphanie Dechamps,
Françoise Delstanche,
Caroline Geuzaine,
Olivier Gosset,
Gérard Guillaume,
Catherine Mommaerts,
Alain Narinx,
Frédéric Rohart,
Magali Uytterhaeghe

Marchés & Placements
(finances@lecho.be)

Luc Charlier, Marc Collet,
Karine Huët,
Jennifer Nille,
Sergé Quoidbach

Focus
Muriel Michel (éditrice)

Débats & Opinions
debats@lecho.be

Sophie Leroy (éditrice)

Lay-out
Christine Dubois,
Guy Gillain,
André Heerincx,
Bernard Longfils,
Stéphane Nobels,
Michel Point

Infographie
Fabrizio Colucci,
Benoit Haesen,
Livio Marcolli

Photo
Nima Ferdowski

Correction
François Georges,
Charles Lecloux

Dossiers Pro
Cécile Berthaud

Mon Argent
François Mathieu
(éditeur),
Dominique Joucken

Cotations
Tijl Beursmedia

L'ECHO est une publication
de Mediafin

Directeur général:
Dirk Velghe

Directeur de la
publication:
Geert Wellens

Editeur responsable
Dirk Velghe

Avenue du Port 86c
Boite 309
1000 Bruxelles

Directeur des rédactions
de Mediafin
Klaus Van Isacker

Adresse
Mediafin
Avenue du Port 86c
Boite 309

1000 Bruxelles
Tél.: 02/423 16 11
Les jours ouvrables
de 8h30 à 18 h

Abonnements et
distribution
Tél.: 02/454 28 54
Fax: 02/454 28 32

Rédaction
Tél.: 02/423 16 11
Fax: 02/423 05 19

Numéro de compte
Editeur L'ECHO s.a.
412-7058051-21

TVA
0404.800.301

Publicité
Trustmedia
Tél.: 02/423 05 11
Fax: 02/423 05 10

Ce journal est protégé par le
droit d'auteur. Si vous sou-
haitez copier un article, une
photo, une infographie, ..., en
de nombreux exemplaires,
les utiliser commercialement,
les scanner, les stocker
et/ou les diffuser électroni-
quement, veuillez contacter
Copiepresse au 02/558.97.80
ou via info@copiepresse.be
Plus d'infos:
www.copiepresse.be