

la lettre de

DIRIGEANTS & INVESTISSEURS

N ° 2 0 - N o v e m b r e / D é c e m b r e 2 0 0 7

É D I T O

La crise fait partie du quotidien des associés de Dirigeants & Investisseurs.

Cette proximité nous a permis de vérifier la justesse des idéogrammes japonais et chinois désignant le mot crise : tous deux sont composés de deux caractères, le premier signifiant «risque» et le second «opportunité».

Il nous a semblé intéressant de comprendre les problèmes posés à des fonds d'investissement par une situation de crise financière comme celle dite des «subprimes» apparue cet été.

La crise est-elle un risque ou une opportunité pour un investisseur en capital ? Est-il dangereux d'investir en temps de crise ? Doit-il modifier ses comportements, ses habitudes ?

Les regards croisés de Patrick Bertiaux, de Dominique Gaillard et de Gilles Roland sur le sujet éclairent le débat et confirment que la crise est plutôt source d'opportunités.

Les Associés de Dirigeants & Investisseurs



Investir
en temps de crise

Patrick Bertiaux

«Les gros LBO sont gelés pour un certain nombre de mois.»



Associé fondateur d'Atria Capital Partenaires, Patrick Bertiaux en est le Directeur Général depuis 1999, après une carrière de gestionnaire de véhicules d'investissement au Groupe CIC. Totalement indépendant, Atria, fonds de private equity, investit des capitaux venus majoritairement d'institutionnels et pour 10% d'un club d'entrepreneurs, dans des entreprises dont la valorisation va de 50 à 200 millions d'euros. La spécificité d'Atria est de pratiquer une démarche fortement entrepreneuriale, des entrepreneurs, souvent d'anciens clients, participant au conseil de surveillance, au comité consultatif et intervenant parfois au board des entreprises où Atria détient une participation.

La crise financière est-elle défavorable aux opérations de LBO ?

PB. : Oui et non. Je réponds ainsi parce que chez Atria, notre politique a toujours consisté à investir dans des entreprises performantes et en croissance. Pour nous, ce n'est pas la dette qui crée la valeur dans une opération de LBO, mais c'est la croissance de l'entreprise. Certes, l'effet de levier donne un meilleur rendement aux capitaux investis, mais 50 % de la création de valeur sont dus à la croissance de l'EBIT, 25 % au re-rating engendré par le repositionnement stratégique et les 25 % restant seulement sont dus à l'effet de levier.

Pourtant, l'augmentation de la dette sur les entreprises n'est-elle pas une des causes de la crise ?

PB. : La crise que nous traversons aujourd'hui ne vient pas des opérations de LBO ! Certes, les risques bancaires se sont amplifiés ces dernières années, mais ils ont été pris sur des entreprises en bonne santé, sur la « crème » des entreprises. Ce qui est important c'est la pression cash instantanée. Or, même si certaines opérations ont été conduites avec un niveau de dette plus important, il s'agit de dette in fine : le service annuel de la dette n'a pas, lui, considérablement augmenté et la pression cash instantanée est restée la même.

D'où vient la crise, alors ? De l'immobilier ?

PB. : Non, pas en France en tout cas, les prêts immobiliers n'ont pas le même niveau de risque qu'aux Etats-Unis. Ils sont très encadrés, contrôlés. En fait, il s'agit d'une crise de syndication, d'une crise de confiance que traversent les établissements financiers. Ils ont pris des risques, dont on connaît à peu près le contour, 350 à 400 milliards de dette, qui cherchent en ce moment à être syndiqués, sans que personne ne sache qui a pris le mauvais risque. Les opérations de LBO subissent les dommages collatéraux de cette incertitude.

Quand retrouvera-t-on des certitudes ?

PB. : Cette crise de confiance ne va pas durer cinq ans... Attendons la publication des situations des établissements bancaires à la fin des prochains quarts : on y verra plus clair selon la façon dont ces établissements auront fait leurs inventaires, comment ils auront valorisé leurs risques. Inévitablement, un certain nombre de banques va devoir supporter des pertes, mais personne ne sait qui, ni combien. Du coup, les banques n'osent plus se prêter entre elles, et les risques sur des entreprises de bonne signature qui devraient trouver syndication ne la trouvent plus.

Ce qui explique le manque de liquidités actuel ?

PB. : Ce n'est pas un manque de liquidités ; il y a des liquidités colossales à travers le monde. C'est un phénomène de décalage entre l'offre et la demande. Le temps que celles-ci s'ajustent, il y aura effectivement une certaine difficulté à trouver des capitaux. Les investisseurs institutionnels sont venus sur le marché des gros LBO, au dessus de 200 millions, en utilisant des véhicules spéciaux, les CDO. Mais ce sont des mécanismes assez complexes. Une fois qu'une dette est syndiquée, on ne sait plus qui la porte. Le marché est devenu liquide, ce qui entraîne une réelle complexité de gestion. Selon moi, les gros LBO sont gelés pour un certain nombre de mois, jusqu'à ce que les banquiers, les commissaires aux comptes et les régulateurs agissent et que la transparence revienne.

Qu'en sera-t-il pour les opérations moins importantes ?

PB. : Il y a une différence considérable entre ce qui va se passer pour les gros LBO et ce qui se passera dans le métier du midcap, autour de 50 à 100 millions de dette, où les véhicules de titrisation du CDO n'existent pas, où l'on a affaire à des banquiers seniors. Ceux-là pourront syndiquer car les montants ne sont pas de la même ampleur. Il y aura probablement un peu plus de sélectivité, un peu d'augmentation des spreads. Mais ce sera tout.

Cela va-t-il gêner votre travail ?

PB. : Ce qui va le compliquer sans doute un peu, c'est que les banquiers vont intervenir en club deal, de crainte de ne pas arriver seuls à syndiquer facilement, même si le risque industriel est bon. Pour nous, dans les opérations moyennes, jusqu'à 100 ou 150 millions de dette, il va se passer ce qui se passait autrefois : il nous faudra aller voir plusieurs banquiers, les réunir, les mettre d'accord à la fois sur le quantum, la structuration, les taux, le contrat de crédit, les garanties... C'est toujours plus difficile de mettre plusieurs établissements d'accord que d'avoir un seul interlocuteur. Mais à part cette complexité du club deal, je pense que normalement nous ne devrions pas être trop touchés. ■

危机

Idéogramme
chinois signifiant
«la crise»

«Acheter avec une décote, c'est un choix judicieux !»

AXA Private Equity, avec 200 collaborateurs et six bureaux dans le monde, s'affirme comme un leader de son domaine, gérant 13 milliards d'euros. Outre des fonds directs couvrant l'ensemble des segments du marché : LBO, capital risque, co-investissement, mezzanine, AXA Private Equity réalise une grosse partie de ses investissements dans des fonds de fonds primaires, early secondaires ou secondaires. Dominique Gaillard, membre du Directoire, en charge des fonds directs, a récemment fait l'actualité* en déclarant que la crise dite des subprime «ouvrait de nouvelles opportunités à des prix plus raisonnables». Explication de texte pour la lettre de Dirigeants & Investisseurs.



Comment la crise peut-elle offrir de nouvelles opportunités ?

D.G. : Les véhicules de titrisation, les CDO, qui se sont beaucoup développés ces dernières années, sont en fait des produits hybrides : ils contiennent de la dette de LBO mais aussi de la dette immobilière de type subprime. Quand le marché du subprime s'est effondré aux Etats-Unis, la valeur des actifs des CDO a beaucoup diminué. Pour conserver leur notation, les CDO ont dû soit lancer des margin calls, soit vendre les actifs vendables. Eux qui étaient de gros absorbeurs de dettes sont devenus brutalement des vendeurs de dettes. Et les banques se sont retrouvées avec des engagements très importants. En conséquence, les financements bancaires des opérations de LBO sont désormais beaucoup plus difficiles. Les prix de vente des sociétés vont s'en ressentir. Pour nous, c'est plutôt une bonne situation.

Cette baisse n'est-elle pas un danger plutôt qu'une opportunité ?

D.G. : Il peut être opportun de racheter de la dette décotée. Il y a déjà quelques projets de création de fonds pour décharger les banques de dettes qu'elles ont en stock. Ces fonds développent sans doute une bonne analyse, car la crise est une crise de liquidité : il n'y a pas (ou pas encore) de crise économique sous-jacente. Les sociétés qui font l'objet d'un LBO dont la dette est décotée parce qu'il n'y a pas d'acheteur, vont bien. Racheter avec une décote de 4, 5 ou 8% de la dette sur des sociétés qui vont bien, c'est un choix judicieux.

Vous parlez de crise de liquidité. On dit pourtant que le monde en regorge ?

D.G. : Il y a une crise de liquidité à cause de l'inquiétude des investisseurs institutionnels quant aux véhicules dans lesquels ils ont placé leur argent, plus opaques que ce qu'ils pensaient. Beaucoup ont découvert qu'il y avait dans les sicav monétaires,

directement ou indirectement, des prêts subprime et, en conséquence, leur taux de décote depuis 3 mois a été très important. Il y a un basculement de ce type de placements vers des véhicules garantis, type certificats de dépôt.

Ce basculement va-t-il geler les opérations nouvelles ?

D.G. : Pendant les 12 prochains mois, il y aura très peu d'opérations à effet de levier (LBO) à plus de 500 millions d'euros, tant que le stock de dettes ne sera pas écoulé. Mais, pour des dossiers de plus petite taille, en travaillant en amont avec des banques en club deal, on arrive à les convaincre de prendre ensemble des engagements sur des actifs de bonne qualité. Bien sûr, à des conditions plus favorables pour elles qu'avant l'été.

Vous dites que la crise n'est pas économique. Pourrait-elle le devenir ?

D.G. : Il est possible qu'au bout d'un certain temps, sur certains segments de marché, le fait que les banques investissent beaucoup moins puisse endommager certains domaines économiques : par exemple les SSII, dont les banques sont de très gros clients. Il est aussi probable que les sociétés, liées à la construction ou à l'immobilier, connaissent un ralentissement d'activité. De même, celles qui dépendent des crédits à la consommation, si jamais les taux remontaient, mais je ne crois pas que ce soit la tendance.

Quelle sera la tendance dans l'avenir ?

D.G. : Depuis six mois, on était dans une tendance haussière en matière de taux. Ces événements marquent-ils un coup d'arrêt de cette tendance ? Aux Etats-Unis, certainement, en Europe, je ne sais pas. On reste historiquement à des taux bas. Si on passe d'une crise de liquidité interbancaire à un ralentissement économique fort, il est possible que certaines lignes de portefeuilles de fonds de LBO

en souffrent, ce qui entraînera inévitablement des remises à plat. Honnêtement, je ne crois pas que le marché du distress, du redressement, va exploser en Europe, parce que les sociétés en portefeuille, chez nous comme chez nos concurrents, sont en bonne santé.

Donc la crise ne va pas durer ?

D.G. : Vous tenez décidément à me faire jouer les Madame Soleil ! En fait, les crises de ce type ne durent jamais longtemps. En 97, en 2001, les dernières crises se sont résorbées en moins de 12 mois. C'est assez rapide. Je pense en outre que les banques vont trouver très vite le moyen de résoudre le problème de stocks de dettes LBO. Elles sont habiles, elles sont réactives, elles vont revenir assez vite sur le marché en tant que fournisseurs de dettes, parce que c'est un métier qui est et restera très rentable pour elles.

Vous avez aussi déclaré que cette crise vous permettait de consacrer plus de «temps et d'efforts» aux sociétés où vous avez des participations. Est-ce à dire que vous n'en consacriez pas assez ?

D.G. : C'est une caricature. Il est vrai cependant qu'il y avait depuis deux ans tellement d'opportunités, tellement de sociétés qui changeaient d'actionnaires, que nous avions tendance à consacrer une proportion importante de notre temps à monter de nouveaux dossiers. Comme c'est devenu plus difficile, nous consacrons encore plus de temps à travailler sur les sociétés en portefeuille, et particulièrement à aider les managers à développer leur stratégie, à transformer une entreprise nationale en entreprise paneuropéenne, ou une entreprise paneuropéenne en entreprise mondiale. Transformer structurellement une société par la gestion, la croissance du business, est le meilleur moyen de solidifier un investissement et de se prémunir contre une éventuelle détérioration des conditions de sortie. ■

* La Tribune – 6 septembre 2007

Gilles Roland : «En période de crise, la qualité du management fait la différence.»



Société de gestion de FCPR, Fin'Active a pour métier unique la prise de contrôle majoritaire en capital d'entreprises en phase de crise. Il s'agit soit de filiales non stratégiques dont des groupes veulent se séparer sans répercussions sur le management et les autres activités du groupe, soit de LBO défaillants, achetés trop cher, d'où un endettement excessif auquel la société n'a pas la capacité de faire face parce que le plan de développement n'a pas pu être réalisé ou parce qu'il y a inadéquation entre la structure du bilan et l'activité réelle. Gilles Roland, associé fondateur, a acquis son expérience d'acquisition et de «retournement» de sociétés en difficulté chez Deloitte & Touche, Apax Partners et ABN Amro Capital, avant de fonder Fin'Active avec Eric Etcharry en 2003.

La crise financière a-t-elle accru le nombre de sociétés en crise ?

G.R. : Ces trois dernières années, il y a eu trop de dettes consenties par les banques. Dorénavant, ces dernières vont avoir un comportement plus normal en la matière. A terme, cette correction du marché, qui sera globalement positive pour l'économie, aura peut-être pour conséquence négative de réduire notre propre activité. En effet, nous profitons, en quelque sorte, de ces excès d'endettement. La crise financière aura, je crois, un double effet. À moyen terme les financements seront plus rationnels, ce qui réduira le nombre de défaillances d'entreprises. Inversement à court terme, les difficultés des entreprises vont être plus aiguës car les banques vont être plus dures. Les dossiers tendus vont se tendre encore, mais demain il pourrait y avoir moins de dossiers.

Ce sera la seule conséquence de cette crise ?

G.R. : La crise financière va aussi raréfier les capacités bancaires, car les banques ont d'ores et déjà trop de créances qu'elles n'arrivent pas à syndiquer. Du coup, elles vont être beaucoup plus prudentes et beaucoup plus vigilantes. En même temps, elles vont revenir à des considérations plus économiques, plus terre à terre. Si la crise devient plus globale, et non plus strictement financière, il faut s'attendre à des suites plus graves : lorsque l'économie va bien, le retournement d'une entreprise en difficulté est plus facile et les restructurations sont moins lourdes. A contrario, lorsque l'économie va mal, les voies de sortie sont plus compliquées : on revend moins facilement, même une entreprise bien restructurée. Donc pour nous, qui achetons pour revendre, la crise pourrait avoir des conséquences à la fois sur la profondeur des restructurations et sur nos capacités à sortir.

Ce n'est donc pas le moment d'investir ?

G.R. : Si, parce qu'on peut imaginer qu'en

investissant maintenant, la crise sera terminée au moment de sortir. La correction devrait durer environ douze mois. Ce sera une année difficile. On ne retrouvera pas ensuite l'euphorie que l'on a connue dans le passé. Il faut donc être prudent dans son investissement, ne pas surpayer en croyant que demain tout ira forcément mieux.

Les investissements ne sont-ils pas freinés par une crise de liquidités ?

G.R. : Il y a toujours beaucoup de liquidités pour les opérations d'acquisition. S'il y a une crise de liquidités, elle concerne les liquidités de fonctionnement, dont une entreprise a besoin pour vivre. Or quand une société est en difficulté, on assiste à une accélération de la crise de liquidités : quand l'entreprise commence à aller mal, les banquiers, les fournisseurs, les organismes comme la SFAC réduisent leurs encours, les clients retirent leurs engagements. Tout ceci accélère la crise de liquidités. L'entreprise qui avait 10 de trésorerie quand tout allait bien n'a plus que 5 quand la crise se déclenche, et, comme les fournisseurs se rétractent, elle tombe à zéro. La crise ne génère pas la crise, mais elle l'accélère.

Du coup, les fonds vont-ils davantage se consacrer à la gestion ?

G.R. : Bien sûr. Tout le monde va essayer de mieux gérer ses dossiers. En période de crise, c'est la qualité du management qui fait la différence. Il est fondamental dans ces périodes de mettre en place des managers de gros calibre, qui ont déjà vécu des crises, qui ont une mentalité «crise», des réflexes «crise». Quand le marché monte, il est facile d'augmenter volume et chiffre d'affaires, mais quand il baisse, c'est beaucoup plus difficile. On a alors besoin d'avoir recours à plus de compétence, à de vrais talents de management, de s'appuyer sur des gens de grande qualité.

Comment définiriez-vous ces compétences ?

G.R. : Ce sont celles qui consistent d'abord à avoir les bons réflexes en période de crise : c'est-à-dire se focaliser sur le cash. Je dirais même être obnubilé par le cash, car c'est le reflet de tout le reste. Ensuite travailler les coûts, savoir anticiper... Surtout, il faut faire avec les gens en place. C'est la clé de la réussite en temps de crise : fortement s'appuyer sur les gens en place, ne pas partir du principe, que certains pourraient appliquer, de considérer que ce sont tous des idiots. Le talent du vrai manager consiste à faire ressortir les qualités de ses collaborateurs, leurs propres talents et à minimiser leurs défauts. C'est encore plus difficile à réaliser en période de crise car les collaborateurs ont les réflexes abîmés par la situation nouvelle. Mais on ne change pas l'équipage d'un bateau dans la tempête, on lui apprend à traverser le gros temps. Il était bon par grand vent, on le rend bon dans la tempête. ■

NOUVEAU VENU

50 ans, centralien, titulaire d'un Master of Science du MIT, **Henri Viguié** a entamé sa carrière comme responsable d'activité chez le fabricant d'équipements industriels Neu. Il a assuré ensuite pendant six ans la Direction de la Division Climatisation de Faiveley Transport, équipements ferroviaires, avant de devenir Directeur de Division de Valeo Thermique Moteur.

Fort de ces expériences, il prend au début des années 2000 la Direction Générale de la filiale française de l'équipementier automobile Metaldyne, puis une Direction de Division d'un autre équipementier automobile, Freudenberg. Il a rejoint l'équipe de Dirigeants & Investisseurs en août 2007.