



# LA LETTRE VERNIMMEN.NET

N° 55

Février 2007

Par Pascal Quiry  
et Yann Le Fur

- **ACTUALITE : Gérer une entreprise sous LBO**
- **TABLEAU DU MOIS : Rachats d'actions et de dividendes en 2006**
- **RECHERCHE : La rotation des dirigeants après un changement de contrôle**
- **QUESTION ET REPONSE : Le calcul des multiples prévisionnels**

\* \* \*

## ACTUALITE : Gérer une entreprise sous LBO

*L'ancienne CEP Communication du groupe Havas a été reprise en LBO en 2002 par les fonds Cinven, Carlyle et Apax et a été rebaptisée Aprovia. Le groupe est dirigé par Philippe Santini qui fut directeur général d'Havas du temps où Havas était le premier groupe européen de média, président directeur général des activités câble de la Générale des Eaux et consultant. Il nous livre ici ses réflexions sur la gestion d'une entreprise sous LBO <sup>(1)</sup>.*

Le premier point qui m'a sauté aux yeux est lorsque les fonds de LBO, qui m'avaient engagé, m'ont demandé de présenter l'activité Aprovia devant leurs investisseurs. Donc je suis allé à Washington pour Carlyle, à Londres pour Cinven, en France pour Apax. J'ai compris qu'il y avait une répartition de l'angoisse à quatre niveaux, qui était une leçon assez intéressante, parce que les administrateurs des fonds que je voyais en face de moi et qui font leur métier avec beaucoup de rigueur et d'application, eux-mêmes étaient obligés de plancher devant leurs investisseurs pour expliquer à quel point l'argent qu'ils avaient investi était judicieusement investi. D'où un deuxième niveau d'angoisse après celui du manager devant les fonds de LBO, le fonds de LBO a sa propre angoisse devant ses propres investisseurs, qui eux-mêmes n'en mènent pas toujours large. Ensuite il y a les banques qui sont angoissées à l'idée que les prêts pourraient ne pas être remboursés en temps et heures.

Donc, il faut bien comprendre cette espèce de jeu de stress qui est un jeu à plusieurs strates et qui donne un éclairage assez particulier au management des LBO. C'est en découvrant la pression qu'avait mes actionnaires les fonds de LBO auprès de leurs banques et de leurs propres investisseurs que j'ai commencé à comprendre un certain nombre de règles de gestion des LBO.

<sup>(1)</sup> Pour plus de détails sur les LBO, voir le chapitre 49 du Vernimmen.

Au sommaire du  
prochain numéro :

- ACTUALITE : SEPA

- TABLEAU DU MOIS :  
Les 150 plus grands  
groupes non cotés

- RECHERCHE :  
Concentration et  
rentabilité

- QUESTION &  
REPONSE :

LA LETTRE VERNIMMEN.NET :  
LE COMPLEMENT DE L'OUVRAGE



ET DU SITE  
WWW.VERNIMMEN.NET



N° 55

Février 2007

*Par Pascal Quiry  
et Yann Le Fur*

Pour moi, **le premier principe** en matière de gestion d'une entreprise sous LBO, c'est l'espace temps. L'espace temps dans lequel vous être confronté est quelque chose qui, d'une façon ou d'une autre, impacte la façon dont vous appréhendez les problèmes auxquels est soumis n'importe quelle entreprise. Quand vous dirigez un business, il est rare qu'on vous explique que dans cinq ans il sera vendu. La plupart du temps vous partez pour l'éternité. Moi quand j'étais patron du groupe Havas, je n'imaginai pas un jour d'abord qu'Havas finirait comme il a fini, cela est un autre débat, mais si vous voulez je ne pensais pas qu'il serait vendu cinq ans après mon arrivée. Donc, vous rentrez dans un business et on vous dit, et vous le comprenez, que globalement dans cinq ans vous ne serez plus là.

Donc, cet espace temps, qui est limité, sous entend qu'il faut donner un rythme très rapide à l'entreprise et que ce rythme il faut absolument le maintenir. J'avais déjà compris dans d'autres sociétés que si le management en haut dort, il y a peu de chance qu'au troisième étage on soit éveillé, mais alors d'un LBO c'est encore plus crucial. Donc, il faut maintenir une pression en permanence sur tous les paramètres de l'entreprise avec une stratégie très claire que tout le monde comprenne, parce que l'espace temps c'est une donnée absolument incontournable et que si vous n'avez pas compris très vite le business, je dirais en quatre mois, si vous n'avez pas compris qui étaient les bons actifs et qui étaient les moins bons, il y a peu de chance que votre LBO soit un succès.

Vous voyez tout de suite lorsque qu'un manager comprend les règles d'un LBO. C'est instantané, vous voyez sa façon dont se comportent ses frais généraux, le type de voiture qu'il achète, à quelle heure il arrive au bureau, à quelle heure il part, etc .... Si vous voulez, le diable se cache dans les détails et dans le LBO c'est particulièrement frappant. Vous jouez contre du cash.

Et la **deuxième notion** fondamentale d'un LBO, c'est que vous passez de la notion du cash virtuel au cash réel. Quand vous dirigez des grands groupes, vous avez un directeur financier qui vient et qui vous dit « je vous mets tant comme provisions, tant machins, etc ... ». La notion même de provisions sur un LBO est quelque chose qui n'existe pas. C'est un jeu, vous avez un EBITDA, il faut transformer cet EBITDA en cash flows et vous allez chercher tous les dollars possibles et inimaginables dans tous les recoins de l'entreprise puisque vous avez une dette à payer et qu'il n'est pas question que quelqu'un vienne vous dire « moi, cette année je vais gagner 110, on va mettre 10 de coté pour l'année prochaine, on va les matelasser quelque part en provisions où que ce soit, parce que cela va améliorer globalement la tenue du compte d'exploitation ». Là, il s'agit absolument d'optimiser la remontée de cash à tous les niveaux. Donc le besoin en fonds de roulement est un élément clef. On apprend véritablement le sens de l'économie, le sens de la remonté du cash et cette notion que le cash devient le problème clef, puisque c'est le cash qui paye la dette et la dette qui crée le TRI, c'est quelque chose au départ avec lesquels les gens ne sont pas tellement familiarisés. D'où l'intérêt d'avoir avec soi un très bon directeur financier.

**La troisième notion** qui est importante dans un LBO, c'est d'être capable pour toutes ces raisons de stress qui pèsent sur les investisseurs que sont les fonds, c'est d'être capable de créer un climat de confiance absolument immédiatement.



# LA LETTRE VERNIMMEN.NET

N° 55

Février 2007

Par Pascal Quiry  
et Yann Le Fur

Si vous n'avez pas de système de confiance avec les fonds, il est absolument impossible de fonctionner et donc c'est un espèce de jeu psychologique où selon l'expression que l'on a pas une deuxième chance de faire une première impression, le premier conseil d'administration est clef. Tout d'un coup vous découvrez, c'est comme une première, vous êtes devant des gars, vous les avez vus, c'était sympa, on monte l'escalier et on discute les packages etc ..... Ensuite on se retrouve dans un conseil et le monde change, à partir de là on rentre véritablement dans la dramaturgie propre du LBO et là il faut tout de suite créer la confiance. Il faut montrer que vous allez vite, que vous avez compris, que vous allez être transparent et quand vous avez trois actionnaires, être transparent c'est absolument fondamental.

Surtout que vous avez en face de vous des gens qui sont extrêmement talentueux. Moi j'ai été très surpris par la qualité, et cela sans flagornerie, des interlocuteurs que j'ai en face de moi avec les fonds. J'ai vu des conseils d'administration «prestigieux» où objectivement les administrateurs ne faisaient pas la différence entre une publicité et un trou dans le mur, on leur racontait absolument n'importe quoi.

Par contre, les gérants des fonds de LBO savent ce quoi ils parlent : les fonds ce sont des actionnaires engagés. Chacun a mis son argent autour de la table puisque le système du *carried interest* fait que chacun gérant d'un fonds de LBO met fondamentalement une partie de son salaire dans chacun des deals

La qualité des conseils d'administration est fondamentale. La qualité des gens et la notion du risque réparti fait que on parle de sujets réels. Il y a de grands conseils d'administration avec d'immenses débats politico-psychiatrique sur l'avenir du monde. Je dirais que là c'est comment vous faites à la fin du mois, comment on remonte le cash, c'est quoi le cash flow, c'est quoi la bonne stratégie, qui on peut recruter, etc ...

Donc de ce point de vue là, c'est une autre façon de travailler et objectivement elle est plutôt enrichissante. Moi je ne pourrais pas changer, à ce point là de ma vie aujourd'hui, pour un autre style de rapport avec mes actionnaires.

Il y a un **dernier point** fondamental en termes de management, c'est qu'il faut surtout faire comme si votre entreprise n'était pas sous LBO. Ca c'est un problème absolument clef. C'est quelque chose que j'avais eu de la chance de comprendre tout de suite, en expliquant à mes actionnaires, que si l'on ne crée pas de la valeur industrielle, on n'aura pas de valeur financière. Et donc il faut absolument une stratégie et une politique d'investissement qui soient fortes, qui permettent de développer du business, permettent de passer un discours, et qui soient motivantes pour l'entreprise.

Si vous rentrez dans une entreprise pour dire : regardez c'est très simple, moi j'ai pris 100 % du capital, j'ai sept fois l'EBITDA en dette, donc il y a 100 dollars qui rentrent et 100 dollars qui partent pour rembourser la dette et pas pour investir, vous n'allez pas motiver grand monde.

N° 54

Janvier 2007

Par Pascal Quiry  
et Yann Le Fur

C'est vrai qu'il y a un côté un peu curieux dans le LBO pour quelqu'un qui n'en vient pas, c'est ce côté gare de triage de cash. Si vous voulez, lorsque vous avez une dette de 300 millions, il y a du cash qui rentre, vous n'avez pas le temps de le voir arriver qu'il est déjà chez les banques. Vous direz c'est la Gare de Lyon, ça repart comme ça direct, donc vous essayez de garder un peu de cash, oui mais je voudrais investir. Pas du tout, il fallait le dire avant.

Dès le départ, dans un discours stratégique clair avec les fonds de LBO, on a fixé les règles et on a dit « écoutez, en aucun cas, 100 % de l'EBITDA partira en remboursement de la dette ; on va essayer de garder au moins 20 à 25 % comme un support d'investissement, Il est très important que votre société ne soit pas perçue comme exclusivement une entreprise sous LBO avec uniquement cet exercice de remontée du cash et de la dette. Cela ne fonctionne pas.

Donc, si vous voulez ces quatre règles, à mon avis, sont assez fortes et je pense que tout manager de LBO est à peu près confronté à ce type d'équation. Donc, un espace temps différent, clair, managé comme si ce n'était pas en LBO, une transparence absolue et la notion du cash.

\* \* \*

## TABLEAU DU MOIS : Rachats d'actions et de dividendes en 2006

En 2006, les sociétés du CAC 40 ont racheté (en net de cessions d'actions) pour environ 7,9 Md€ d'actions, soit 0,6 % de leur capitalisation boursière moyenne 2006. 22 ont procédé à des rachats nets et 3 d'entre elles (Total, L'Oréal et BNP Paribas ) ont procédé à 71 % des rachats. 18 n'ont procédé à aucun rachat ou à des cessions nettes.

	Nom	Rachat net d'actions en 2006 (en M€)	Rachats nets en % du capital au 31/12/2006	Dividende versé en 2006 (en M€)	Somme rachats nets et dividendes versés en 2006 (en M€)	En % des capitalisations boursières
1	TOTAL	3 540	2,2%	3 928	7468	5,9%
2	BNP Paribas	998	1,4%	2 266	3264	4,0%
3	France Télécom	0	0,0%	2 602	2602	4,7%
4	Société Générale	31	0,0%	1 954	1985	3,1%
5	Sanofi-Aventis	-63	-0,1%	2 044	1981	2,1%
6	Axa	261	0,5%	1 512	1773	2,6%
7	L'Oréal	1 042	2,2%	616	1658	3,2%
8	EDF	0	0,0%	1 439	1439	1,4%
9	Mittal-Arcelor	2	0,0%	1 271	1273	2,5%
10	Suez	-63	-0,2%	1 260	1197	2,4%
11	Vivendi	-15	0,0%	1 152	1137	3,1%
12	Crédit Agricole SA	-330	-0,7%	1 382	1052	1,9%
13	Danone	584	2,1%	334	918	3,0%
14	Carrefour	66	0,2%	747	813	2,5%
15	Accor	508	5,0%	267	775	5,5%
16	Dexia	50	0,2%	677	727	2,7%
17	Bouygues	343	2,4%	302	645	3,6%
18	Gaz de France	-31	0,0%	668	637	1,9%
19	AGF	-18	-0,1%	653	635	2,6%
20	Renault	-53	0,0%	664	611	2,4%
21	LVMH	29	0,1%	542	571	1,4%
22	EADS	46	0,4%	520	566	2,7%
23	Air Liquide	124	0,6%	432	556	2,6%
24	Saint-Gobain	111	0,6%	430	541	2,0%
25	Lafarge	43	0,3%	447	490	2,4%
26	Vinci	192	0,9%	274	465	1,8%
27	Schneider	-37	0,1%	493	456	2,2%
28	Lagardère	257	3,2%	196	453	5,2%
29	Veolia Environnement	109	0,7%	336	446	2,0%
30	PPR	37	0,3%	326	363	2,5%
31	Peugeot	0	0,0%	309	309	2,5%
32	Pernod Ricard	29	0,3%	242	271	1,6%
33	Alcatel-Lucent	-5	0,0%	220	215	0,9%
34	Michelin	0	0,0%	194	194	1,9%
35	Essilor	71	0,8%	96	167	1,8%
36	Vallourec	0	0,0%	118	118	1,2%
37	STMicroelectronics	0	0,0%	107	107	0,8%
38	Thomson	4	0,1%	82	86	2,2%
39	Capgemini	-6	-0,1%	66	60	0,9%
40	Alstom	0	0,0%	0	0	0,0%

Cumul

7 859

31 167

39 026

Source : compilation de données AMF et rapports annuels.



N° 55

Février 2007

*Par Pascal Quiry  
et Yann Le Fur*

En montant, la palme revient de nouveau à Total qui a dépassé les 3,5 Md€ de rachat net.

En matière de dividendes, les montants sont plus importants (environ 32 Md€) et surtout moins concentrés : les trois premiers groupes (le trio Total, BNP Paribas et France Télécom) versant 28 % des dividendes du CAC 40.

Par rapport à l'an passé, le cumul des rachats d'actions et des versements de dividendes est en progression de 25 %. Cette progression est plus forte que celle des profits attendus pour 2006 (de l'ordre de 12 % en moyenne). Les dividendes et les rachats d'actions représentent 42 % des résultats. Autrement dit, le solde (58 %) a servi à investir et à désendetter les groupes.

Succédant à Vinci qui a très fortement réduit ses rachats d'actions pour cause d'acquisition d'ASF et à Danone qui les a maintenus en 2006 au même niveau qu'en 2005, Accor est le champion 2006 du rachat d'actions en proportion de sa taille : 5 % en 2006. Comme son cours de bourse a progressé de 26 % en 2006, ses actionnaires auraient tort de s'en plaindre, même si le rachat d'actions est probablement pour peu dans cette progression.

Coté dividendes, la progression est forte en masse (+ 30 % / 2005) à cause de la progression des dividendes unitaires puisqu'il n'y a pas eu de dividendes exceptionnels en 2006 et de la reprise d'un dividende (Cap Gemini) ce qui ne laisse plus que Alcatel et Alstom au rang des non pratiquants du dividende.

*Pour plus de détails sur la politique des dividendes et de rachats d'actions, voir le chapitre 42 du Vernimmen.*

\* \* \*

## **RECHERCHE : La rotation des dirigeants après un changement de contrôle**

Depuis l'article fondateur de Berle et Means <sup>(1)</sup>, les conséquences de la séparation entre la propriété de l'entreprise (par les actionnaires) et son contrôle (par le manager) sont au cœur d'une abondante littérature. Les managers sont soupçonnés de poursuivre leur intérêt propre plutôt que de viser la plus grande création de richesse possible pour l'actionnaire <sup>(2)</sup>. Ce conflit d'intérêt peut avoir des conséquences particulièrement importantes pour les opérations de fusions et d'acquisitions.

Deux chercheurs américains, K. Lehn et M. Zhao <sup>(3)</sup>, se sont penchés sur ce problème, et étudient dans quelle mesure les mécanismes de gouvernance peuvent inciter les managers à ne pas dévier des intérêts des actionnaires. La question est celle du risque pris par un manager qui se lancerait dans une opération destructrice de valeur pour l'actionnaire. Pour cela, on distingue généralement deux types de mécanisme :

- la gouvernance « externe » : l'entreprise ayant effectué une telle opération devient à son tour une cible pour une acquisition, entraînant pour le manager la perte de son poste (cf. Igor Landau chez Aventis) ;
- la gouvernance « interne » : les actionnaires ayant subi la destruction de valeur mettent fin au contrat du manager (cf. Carly Fiorina chez HP).



N° 55

Février 2007

Par Pascal Quiry  
et Yann Le Fur

K. Lehn a mis en évidence, il y a plusieurs années, l'existence d'une sanction par la gouvernance externe <sup>(4)</sup>. Son dernier article montre que les managers qui se lancent dans une acquisition sont également soumis aux mécanismes de gouvernance interne.

En étudiant un échantillon de 390 acquisitions par des entreprises cotées américaines entre 1990 et 1998, les auteurs montrent tout d'abord que la destruction de valeur est le cas le plus fréquent pour les actionnaires de la société acquérante. La réaction du cours de l'acquérante relativement au marché (*abnormal return*) au moment de l'annonce de l'opération s'élève en moyenne à -1,1 %. Cette sous-performance est aggravée si l'on considère une plus grande période autour de l'annonce.

La qualité disciplinaire de ce mécanisme peut être démontrée en scindant l'échantillon en deux :

- les entreprises dont le manager est resté en place à la suite de l'opération : leur performance autour de l'annonce n'apparaît pas significativement différente de la tendance du marché ;
- les entreprises dont le manager a été remplacé : leur sous-performance moyenne s'élève -2,19%.

Le remplacement du manager a donc lieu dans des entreprises dont l'acquisition s'est révélée destructrice de valeur.

Affinant leur analyse, les auteurs montrent que les dirigeants qui ont décidé d'annuler une opération qui avait entraîné une réaction négative du marché parvenaient à se maintenir à leur poste (il n'est jamais trop tard pour bien faire ...). Les mécanismes internes de gouvernance sanctionnent la réalisation d'acquisitions destructrices de valeur, et non leur simple annonce.

Ainsi, les actionnaires d'Axa ont eu la bonne idée de garder Claude Bébéar à la tête de leur groupe malgré une baisse de moitié du cours de bourse suite à l'acquisition de The Equitable aux Etats-Unis en 1991. Grand bien leur en a pris, ce fût l'une des meilleures affaires de ce groupe comme le marché financier l'a reconnu avec un retard de plus d'un an.

Enfin, ces résultats ne dépendent pas de la façon dont sont payées les acquisitions considérées (en actions ou en liquide). Les auteurs en concluent que la sous-performance des entreprises acquérantes est bien le signe d'une destruction de valeur et non d'une survalorisation de l'action au moment de l'acquisition.

<sup>(1)</sup> A. Berle et G.C. Means, 1932, « The moderne corporation and private property », Macmillan.

<sup>(2)</sup> Pour plus de détails sur ces problèmes, voir le chapitre 32 du Vernimmen.

<sup>(3)</sup> K. Lehn et M. Zhao, 2006, « CEO turnover after acquisitions : do bad bidders get fired ? » Journal of Finance, n° 4.

<sup>(4)</sup> L.M. Mitchell et K. Lehn, 1990, "Do bad bidders become good targets?", Journal of Political Economy, n° 98.



N° 55

Février 2007

*Par Pascal Quiry  
et Yann Le Fur*

## QUESTION ET REPONSE : Faut-il dans la méthode des comparables calculer les multiples sur la base des valeurs actuelles de l'actif économique ou de valeurs prévisionnelles ?

Le multiple du résultat d'exploitation 2008 peut être calculé comme le rapport de la valeur présente (c'est-à-dire en 2007) de l'actif économique divisé par le résultat d'exploitation 2008 estimé <sup>(1)</sup>. On peut alternativement calculer ce multiple du résultat d'exploitation 2008 comme le rapport, non de la valeur **présente** de l'actif économique mais de la valeur **2008** de l'actif économique divisée par le résultat d'exploitation 2008. A cet effet, il est nécessaire d'estimer la valeur de l'actif économique 2008 qui est alors calculée comme la somme de la capitalisation boursière (2008) et l'estimation de la dette nette 2008.

Cette dernière méthode a pour avantage de prendre en compte la politique d'investissement de l'entreprise car il paraît illogique de tenir compte dans le résultat d'exploitation 2008 de la contribution au résultat d'exploitation 2008 des investissements effectués en 2007 et 2008, sans tenir compte du financement mis en place (dette ou capitaux propres) pour réaliser ces investissements. Elle permet de différencier les multiples d'entreprises ayant des profils de croissance et des investissements différents.

Face à cet objectif qui apparaît louable, la pratique mise en œuvre est plus décevante :

- il est conceptuellement inexplicable pour calculer la valeur de l'actif économique 2008 de prendre en compte la capitalisation boursière 2007 au lieu et place de la capitalisation boursière 2008 alors que l'on retient l'endettement 2008. Or dans la pratique, seule la valeur de la dette nette 2008 est estimée. Certes bien malin qui peut prédire en 2007 une capitalisation boursière de 2008. Une estimation de cette capitalisation boursière 2008 consisterait à capitaliser au coût des capitaux propres, moins le taux de rendement, la valeur des capitaux propres 2007. Toutefois, ceci est très rarement fait. Le multiple 2008 du résultat d'exploitation 2008 dépend alors de la politique de financement de l'entreprise puisqu'il sera d'autant plus élevé que l'investissement 2007-2008 a été financé par endettement. Ceci est aberrant ;
- ceux qui ont l'habitude de lire les notes des analystes financiers savent qu'il est assez rare de trouver les éléments prévisionnels de passage de la valeur de l'actif économique à celle des capitaux propres au-delà de l'endettement : provisions, engagements de retraite, intérêts minoritaires, actifs financiers et sociétés mises en équivalence prévisionnels pourtant requis. Ces derniers éléments étant le plus souvent estimés constants compte tenu de la difficulté à les prévoir.

Cette approche du calcul des multiples nous paraît donc moins pertinente au total que l'approche « fixe » (valeur de l'actif économique 2007 divisé par l'agrégat 2007, 2008, 2009 ... pour obtenir le multiple 2007, 2008, 2009, ...). Elle risque de surcroît de transformer l'évaluateur en un calculateur impénitent alors qu'il doit d'abord être un homme de réflexion.

<sup>(1)</sup> Pour plus de détails sur la méthode des multiples, voir le chapitre 44 du Vernimmen.

N° 55

Février 2007

*Par Pascal Quiry  
et Yann Le Fur*

Elle a certes pour avantage de prendre en compte des politiques d'investissements différentes des sociétés de l'échantillon de comparables. Mais si un comparable est différent des autres par un élément économique fort (sa politique d'investissement), doit-il alors faire partie de l'échantillon ? Nous pensons que non pour notre part et que le rôle (et la valeur ajoutée de l'analyste) est d'abord et avant tout, dans ce domaine, de purifier l'échantillon des sociétés comparables à celle à évaluer.

*Merci à Geoffrey Kidd et Cyril Dissescou d'avoir suscité et alimenté cette réflexion.*

\* \* \*

## **Au sommaire de la *Vernimmen.com Newsletter* de Février 2007**

- NEWS: Financial analysis of China Inc.
- THIS MONTH'S GRAPHS: Volatility and credit spread
- RESEARCH: CEO turnover after acquisitions
- Q&A: Hart Scott Rodino Act

Pour la consulter [cliquez ici](#)

Au sommaire du  
prochain numéro :

- ACTUALITE : SEPA

- TABLEAU DU MOIS :  
Les 150 plus grands  
groupes non cotés

- RECHERCHE :  
Concentration et  
rentabilité

- QUESTION &  
REPOSE :

LA LETTRE VERNIMMEN.NET :  
LE COMPLEMENT DE L'OUVRAGE



ET DU SITE  
[WWW.VERNIMMEN.NET](http://WWW.VERNIMMEN.NET)