



CAPITAL-INVESTISSEMENT Selon le dernier rapport du cabinet Bain, 80 % des entreprises en portefeuille sont valorisées entre 0 et 1,5 fois la mise, soit largement en dessous du niveau nécessaire aux équipes de gestion pour toucher une plus-value.

LBO : les tensions sur la dette commencent à tirer les prix à la baisse

La carence de dette dans le LBO (acquisition avec effet de levier) n'a pas encore freiné l'activité des fonds d'investissement. Le mois de mai s'avère même actif, entre les ventes d'Afflelou, Stokomani, Cadum, et les processus en cours, comme Belambra, Jardiland, Flammariion, pour lequel Chequers est candidat. Sans compter GAN Eurocourtage pour lequel trois fonds (PAI, Apax, et Chequers) étaient liés avec des réassureurs, avant de perdre devant Allianz.

Mais les banques privilégient les opérations menées avec des industriels, à la vente comme à l'achat. Et ce sont plus souvent les banques de réseau traditionnelles des entreprises vendues qui assurent le financement que les grandes banques d'acquisition des fonds. Très rares sont les cessions de fonds à fonds qui passent la rampe, à l'instar du spécialiste du déstockage de marques Stokomani (200 millions), financé par BNP Paribas, LCL et Société Générale. Ou d'Afflelou, cédé par Bridgpoint et Apax à Lion Capital (près de 800 millions pour moitié apportés par Citibank, Unicredit et Alcentra). D'autres cessions bénéficient a priori déjà d'un syndicat bancaire comme Iglo (Permira), à plus de 1 milliard d'euros pour une valorisation d'environ le double.

Mais la quasi-disparition de l'offre bancaire, qui s'ajoute à une croissance atone, commence à peser sur les prix. Lors de la vente de GAN Eurocourtage, les fonds n'étaient pas prêts à jouer la surenchère : « Le haut de la fourchette de prix évoquée, plus de 600 millions, n'a pas de sens », indiquait un fonds. Ce n'est pas un dossier en croissance auquel on peut faire supporter un montant significatif de dette, à cause aussi des garanties qu'il faut donner aux assurés. » De même, un grand fonds américain aurait tenté d'obtenir le rachat sous forme préemptive des capteurs de Schneider, gelé à l'automne par l'industriel avec la fermeture du marché de la dette, mais les négociations auraient buté sur le prix. Pour financer Stokomani, Sagard a aussi mené neuf mois de négociations avec les banques. « Après la bulle de 2007, nous sommes face à un phénomène de "déleverage buy out", résume Olivier Dardel, associé chez Bucéphale Finance, faisant référence à un dégonflement de la bulle LBO (« leverage buy out »). Les montants de dette alloués par dossier et par banque ont diminué de 25 % en moyenne, ce qui suppose d'élargir systématiquement le nombre de banques associées sur chaque transaction. » Les frais pris par les

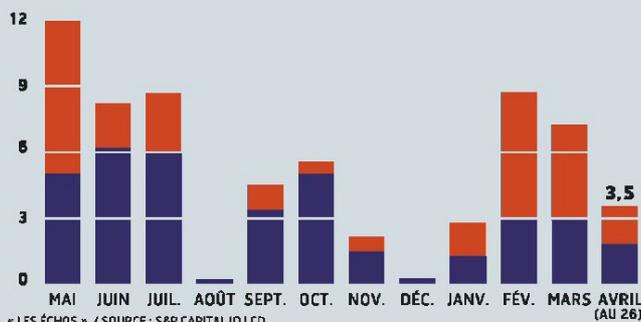
banques ont quasiment doublé, pouvant atteindre plus de 5 % de la dette. « Dans un contexte de croissance faible, avec des leviers de dette inférieurs et plus chers, les contraintes des fonds butent sur les attentes des industriels », ajoute-t-il.

Avantage dans les ventes

Les tensions sur la dette pèsent aussi sur les capacités des fonds à vendre leurs participations, explique Bain dans son dernier rapport mondial. A l'échelle mondiale, 2.000 milliards de dollars d'actifs détenus par les fonds sont invendus, soit deux fois plus que l'argent dont ils disposent eux-mêmes pour investir et 1,5 fois plus que ce qui a été investi en 2011. Comme une grande partie de ces entreprises n'a pas remboursé sa dette, les prix sont tirés à la baisse. Près de 80 % d'entre elles sont valorisées entre 0 et 1,5 fois la mise, soit largement en dessous du niveau nécessaire aux équipes de gestion pour toucher une plus-value. Et si 40 % étaient vendues maintenant, les fonds ne pourraient pas rendre d'argent à leurs investisseurs. Pour l'heure, les industriels ont donc l'avantage dans les ventes, à l'instar de Cadum (L'Oréal), GAN Eurocourtage (Allianz) ou en ce moment Les Salins. **A. DR.**

LA DETTE LBO EN EUROPE

EN MILLIARDS D'EUROS ■ ÉMISSIONS OBLIGATAIRES ■ PRÊTS BANCAIRES



BELAMBRA FAIT PARTIE DES OPÉRATIONS DE LBO EN COURS

VILLAGE LA BERGERIE (ALPES-MARITIMES)