

CAPITAL-INVESTISSEMENT. Après l'identification des cibles potentielles, le décryptage d'un montage financier et le portrait des principaux acteurs, voici le dernier volet cette semaine de notre enquête sur les opérations de LBO, avec un retour sur quelques transactions marquantes et le point sur les valorisations qui s'envolent et les sorties qui se compliquent.

Les opérations phares du LBO

En conclusion de notre série sur les opérations de rachat d'entreprise avec effet de levier sur l'endettement, nous avons choisi, parmi de nombreux cas possibles, de retracer le LBO sur RJR Nabisco, à la fois référence historique et contre-exemple, et celui sur Equity Office, la plus grosse transaction de ce type signée à ce jour. Nous nous intéressons également à celui sur PagesJaunes, plus proche de nous, qui illustre l'échec d'une prise de contrôle à 100 %, et enfin à celui sur VNU, où les fonds de LBO ont joué les chevaliers blancs.

RJR Nabisco : le raid hostile

En 1988, Ross Johnson, président du conglomérat américain d'agroalimentaire et de tabac RJR Nabisco, propose 75 \$ par action pour racheter la totalité de son groupe. Contacté dans un premier temps pour mener l'opération avec lui, Kohlberg Kravis Roberts & Co (KKR) se lance alors dans une surenchère pour prendre le contrôle de RJR. Il emportera finalement la mise en offrant 109 \$ par titre, signant une

transaction restée mythique. Mythique d'abord par sa taille et l'émoi qu'elle avait suscité : chiffrée à 30,2 milliards de dollars (près de 23 milliards d'euros), elle a longtemps été le plus gros LBO du monde, inspirant même un livre (*Barbarian at the Gate*), adapté à la télévision.

Mythique, le rachat de RJR Nabisco l'est aussi car il est l'un des rares LBO hostiles de l'histoire de la finance. Cependant, ce type de pratiques devrait se développer : ainsi, certains fonds, comme CVC Capital Partners, demanderaient désormais à leurs contributeurs l'autorisation de procéder à des opérations non sollicitées.

Enfin, RJR Nabisco est resté dans les annales car il n'a pas été une réussite financière : KKR a payé trop cher une cible qui s'est rapidement trouvée confrontée à la guerre des prix des cigarettiers et au durcissement des législations anti-tabac.

Equity Office : la course contre la montre

Lorsqu'il s'est lancé à l'assaut d'Equity Office, le numéro un de l'immobilier d'entreprise aux Etats-Unis, le fonds d'investissement Blackstone ne pensait pas signer le plus gros LBO jamais réalisé dans le monde. Mais l'entrée en scène du consortium immobilier Vornado, porteur d'une contre-offre, a contraint Blackstone à remonter son prix de plus de 14 %.

En mettant sur la table 55,50 \$

par action, payables en numéraire, et en proposant de boucler l'opération en quelques jours, Blackstone a convaincu les actionnaires d'Equity Office de rejeter Vornado, qui proposait 56 \$ en numéraire et en titres.

En déboursant 37,7 milliards de dollars, Blackstone signe non seulement le plus gros LBO du monde, mais aussi l'un de ceux qui ont le plus fort ratio d'endettement : plus de 80 % du montant de la vente est emprunté. Pour ne pas voir le scénario noir de RJR se reproduire, le fonds procède donc actuellement à la vente de plusieurs dizaines de propriétés valant des milliards de dollars. Ces ventes, bien négociées, lui permettront de sécuriser cette gigantesque transaction.

PagesJaunes : les minoritaires se rebiffent

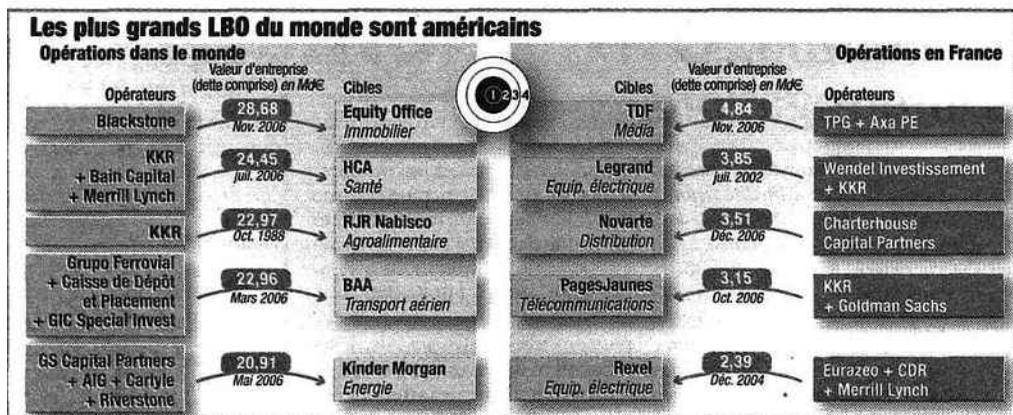
Lorsque France Télécom a annoncé cet été la vente de sa participation de 54 % dans PagesJaunes à Médiannuaire, un holding contrôlé par KKR et Goldman Sachs Capital Partners, l'affaire semblait pliée. Les fonds devenaient actionnaire majoritaire en payant 22 € par titre, un prix relativement raisonnable. Il ne leur restait plus qu'à convaincre les minoritaires de leur apporter leurs parts, pour détenir 95 % du groupe et bénéficier ainsi des avantages de l'intégration fiscale. Mais les 22 € proposés, même assortis d'un hypothétique bonus de 0,60 € par titre si le seuil des 95 % était at-

teint, n'ont pas séduit les investisseurs pendant la garantie de cours. Et pour cause : le cours de l'action lui était supérieur. Au final, KKR et Goldman Sachs n'ont récupéré « que » 55,1 % de PagesJaunes. Pour rentabiliser leur achat, les deux fonds se retrouvent donc aujourd'hui encore plus obligés de faire le nécessaire pour développer le groupe, au plus grand bénéfice des minoritaires.

VNU : les fonds jouent les chevaliers blancs

Confrontée depuis des mois à l'activisme de certains de ses actionnaires, la direction du groupe de médias néerlandais VNU s'est finalement offerte à Valcon Acquisition, un consortium constitué par six fonds d'investissement (AlpInvest, Blackstone, Carlyle, Hellman & Friedman, KKR et Thomas H. Lee Partners).

Meneurs de la fronde contre les dirigeants, avec plus de 30 % du capital de VNU, le très interventionniste Eric Knight, patron de Knight Vinke (1,5 %), et les fonds Fidelity et Templeton (15 % chacun). Ils s'étaient d'abord opposés en novembre 2005 au rachat par le groupe néerlandais de la société américaine d'études et de bases de données médicales IMS Health. Ils avaient ensuite réclamé la cession de VNU par appartements, pour extérioriser de la valeur. La direction a mis plusieurs fois sa démission dans la balance pour défendre l'intégrité de son groupe et cherché une solution du côté des fonds de LBO. Ayant récupéré plus de 95 % du capital de sa cible, Valcon a donc lancé une procédure de retrait de la cote du groupe, devenu depuis The Nielsen Company. **Clémence Dunand**



La plus grosse opération de rachat avec effet de levier sur l'endettement effectuée en France est près de six fois moins importante que la première au niveau mondial. Cependant, l'Hexagone fait preuve d'un dynamisme important dans ce domaine, et les opérations spectaculaires, à l'image de celles sur TDF ou Novarte, se sont multipliées en 2006.

FIN DES LBO : QUELQUES REPÈRES

Les faillites des cibles diminuent

Au premier semestre 2006, les fonds de capital-risque n'ont perdu en France « que » 6,6 millions d'euros des montants investis à cause de la faillite de leur cible, soit 57 % de moins que l'année précédente, selon une étude de la Caisse des Dépôts et Consignations publiée fin décembre (portant sur environ 70 % des montants investis par les membres de l'Afic, l'Association française des investisseurs en capital). Plusieurs études indiquent cependant que le secteur s'attend à une hausse des défauts de remboursement dans les prochains mois, premier indicateur des difficultés d'une cible.

Certaines sorties rapportent plus

Après l'éclatement de la bulle Internet, les investisseurs ont tenté d'assainir leurs portefeuilles, ce qui a entraîné une hausse des ventes de sociétés, souvent pour des prix au rabais. Ce phénomène semble aujourd'hui achevé. Au premier semestre 2006, les plus-values réalisées lors des cessions d'entreprises ont grimpé de 25 %, alors même que leur nombre diminuait de 35 % par rapport à la même période l'an passé, selon l'étude de la CDC. Cependant, même s'il est vrai que, en moyenne, le secteur a multiplié ses mises par 2,3, la moitié des cessions réalisées au premier semestre l'a été avec des pertes par rapport à l'investissement initial.



Les valorisations s'envolent

Résultat logique de l'argent abondant et de l'intérêt grandissant de nombreux fonds pour les opérations de rachat avec effet de levier, dans un marché où les cibles se font un peu moins nombreuses, les prix des transactions s'envolent depuis plusieurs années.

Pour les mesurer, le fonds d'investissement européen **Argos** Soditic et le cabinet de conseils et de services financiers Epsilon Finance ont développé un indice. Portant sur 337 tran-

sactions non cotées (comprises entre 15 et 150 millions d'euros de valorisation des fonds propres), il indique que les multiples médians d'acquisition ont augmenté de 23 % entre le début 2005 et le milieu de l'année 2006.

A cette date, les acheteurs, industriels et fonds de LBO confondus, acceptaient de déboursier, en moyenne, une valeur d'entreprise représentant 8,5 fois l'Ebitda historique de leur cible, contre environ 6,9 fois début 2005. Cependant, il

ressort de l'étude que les fonds de LBO paient, malgré tout, leurs cibles moins cher que les industriels : l'écart de prix en leur faveur est, en moyenne, de 10 % pour les opérations réalisées entre 2004 et 2006.

En parallèle, les niveaux d'endettement ont progressé, atteignant parfois les trois quarts du montant du rachat, ce qui augmente donc le risque, puisque le moindre heurt opérationnel sur la cible risque de conduire à un défaut de paiement. ■