

REPRENEURS D'ENTREPRISE ET FONDS D'INVESTISSEMENT, UN MARIAGE SOUS TENSION



*par Martine Story directrice générale,
ALTHEO*



Chaque année, environ 50.000 opérations de cession d'entreprises ont lieu en France. Parmi les repreneurs personnes physiques, certains sont désireux de mener à bien un projet d'acquisition avec un fonds d'investissement afin de capter des PME d'envergure qu'ils ne pourraient financer seuls, avec un simple concours bancaire. Ils réalisent alors une opération de management buy-in (MBI), acquisition d'entreprise par un repreneur extérieur à la cible, dans le cadre d'un montage à effet de levier (s'endetter pour dégager une plus-value), ou de LBO.

Cette association avec un fonds d'investissement pour partenaire financier peut se révéler, dans les faits, plus complexe que prévue, comme nous le relevons dans un travail doctoral de DBA récent. En effet, les enjeux inhérents au repreneur et au fonds d'investissement, parfois antagonistes, dans un contexte où l'entreprise est elle-même mise sous tension par l'endettement, sont de nature à faire émerger des tensions potentielles entre les acteurs lors de la constitution puis du fonctionnement de la dyade entrepreneur-investisseur.

ASYMÉTRIE D'INFORMATION

D'abord, le repreneur désireux d'initier un projet entrepreneurial, n'a pas toujours l'expérience de la PME ou du secteur d'activité de l'entreprise convoitée. Il aspire toutefois à une large latitude managériale.

De son côté, le fonds d'investissement a pour objectif de créer de la valeur dans un horizon de temps fini, souvent de 3 à 7 ans. La création de valeur se calcule entre la valeur d'acquisition et la valeur de l'entreprise au moment de la sortie de l'investissement, selon une stratégie qui vise à acheter la société le moins cher possible et à maximiser le gain au moment de la sortie de l'opération.

Pour cela, le fonds d'investissement sélectionne les investissements, dans un environnement marqué par la rareté des cibles de qualité. Les cibles sont choisies pour leur potentiel de création de valeur, dans le respect de la stratégie propre à chaque véhicule d'investissement.

Les entreprises acquises sont également destinées à garantir les intérêts des souscripteurs du fonds d'investissement.

Les investisseurs en capital se révèlent extrêmement sélectifs, les cibles éligibles représentant moins de 3 % des dossiers étudiés. Des critères de sélection drastiques, associés à une raréfaction des cibles expliquent le fait que peu d'entreprises sont éligibles à un montage LBO.

Le fonds d'investissement sélectionne également le repreneur, dans une configuration particulière ou celui-ci est extérieur à la cible. Cette sélection intervient dans un contexte d'asymétrie d'information et de sélection adverse, contexte dans lequel il est difficile d'évaluer les capacités et les performances du repreneur, en particulier lorsque ce dernier n'a aucune expérience entrepreneuriale.

DÉSALIGNEMENT DES INTÉRÊTS

À l'appui de 22 entretiens réalisés auprès de repreneurs et de fonds d'investissement, nous avons identifié une quinzaine de tensions potentielles, prédictibles, et d'intensités variables, susceptibles d'apparaître entre le repreneur et le fonds d'investissement, depuis la « demande en mariage », jusqu'au débouclage de l'opération.

En amont de l'opération, les principaux sujets de tension concernent la négociation du « management package » et les pourparlers relatifs au pacte d'actionnaires.

Ces deux sujets de tensions se caractérisent en effet par un désalignement des intérêts entre les acteurs. Comme en témoigne un repreneur :

« Ce sont des moments de tension où l'on n'est pas aligné avec les fonds ».

La signature de l'accord (ou « closing ») marque ensuite le début d'une « lune de miel » entre le repreneur et le fonds d'investissement. La première année de collaboration se caractérise en effet par le souhait pour les deux parties de collaborer dans les meilleures conditions.

Cette période de relative sérénité dure environ trois ans. Elle n'est toutefois pas exempte de tensions, notamment en ce qui concerne les possibles contre-performances de l'entreprise à mesure que l'on se rapproche de l'horizon de sortie du fonds d'investissement. Le représentant d'un fonds interrogé le reconnaît :

« C'est à partir de la troisième année que le sujet commence à naître. Certains LBO sont construits sur six ans et on sait très bien que les sorties se font en regardant les trois dernières années »

Un autre interviewé précise cependant que, en cas de dégradation des performances, la qualité de la relation entre le repreneur et le fonds d'investissement est alors corrélée au niveau de confiance et de transparence entre les parties prenantes :

« Plus les fonds d'investissement vont avoir de la transparence, moins ils seront crispés dans l'hypothèse d'une mauvaise performance ».

Enfin, au moment de la sortie du fonds (« débouclage »), les tensions peuvent apparaître en raison d'un nouveau désalignement des intérêts, lorsque le repreneur souhaite racheter les parts du fonds d'investissement sortant ou réaliser un LBO secondaire.

Dans ce cas, le repreneur, quelle que soit sa position capitalistique, cherche à minimiser la valorisation de l'entreprise, alors que le fonds d'investissement, désireux d'assurer la défense des intérêts de ses souscripteurs, a pour objectif la maximisation de la valeur de la société. Cette résurgence des tensions marque alors le début d'une période de fortes turbulences entre les acteurs.

TENSIONS ÉVITABLES

En conclusion, le niveau de confiance entre le repreneur et le fonds d'investissement constitue le paramètre qui permet de contenir les tensions à l'état latent et d'éviter qu'elles ne se muent en tensions saillantes et ne deviennent une source de conflits préjudiciables aux deux parties, de façon parfois irrémédiable, avec des répercussions sur les performances et le corps social de l'entreprise.

Les tensions potentielles qui peuvent survenir entre le repreneur et le fonds d'investissement, nées de leurs enjeux et objectifs respectifs, parfois opposés, peuvent nuire à la création de valeur d'une opération de LBO. Pour autant, ces tensions n'ont pas de caractère inéluctable. Elles peuvent être anticipées, contenues et donc désamorçées.

Il convient cependant de préciser que nos travaux concernent spécifiquement des opérations de MBI, réalisées par des repreneurs extérieurs à la cible. Il serait opportun de poursuivre l'étude par l'analyse des relations entre manager et fonds d'investissement dans le cadre d'une opération de transmission familiale ou d'une transmission à l'un des salariés ou encore dans les autres familles du capital investissement, à savoir le capital-risque, le capital-développement et le capital-retournement.