

## Transmission d'entreprises

# LBO, un montage ingénieux mais peu connu

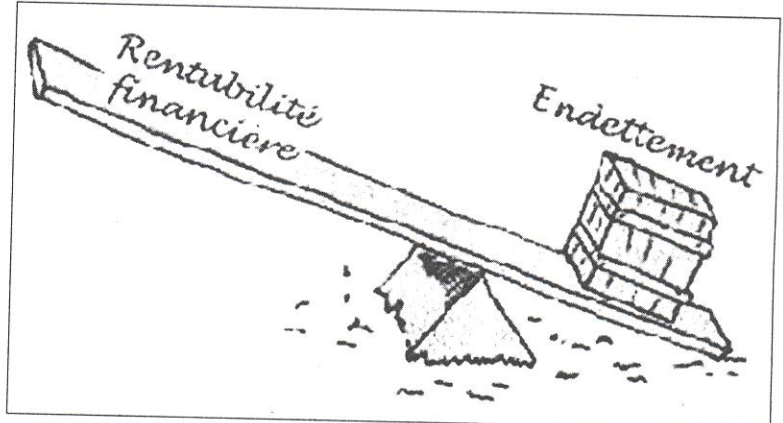
□ Le «leverage buy out» est une technique de transmission d'entreprises à effet de levier. Le rachat de la cible est financé, en grande partie, par l'endettement bancaire, ce qui permet de minimiser l'apport du repreneur en même temps qu'il accroît le rendement des capitaux investis.

□ Au Maroc, ce type de financement des acquisitions est rarement intervenu, du fait de la méconnaissance du procédé et de l'absence de législation juridique et fiscale.

Une opération de «leverage buy out» peut être définie comme celle d'un rachat d'une société cible par l'intermédiaire d'une société holding qui, en plus d'un apport en fonds propres, souscrit des dettes (senior, subordonnées ou mezzanine) pour financer l'acquisition. Les dettes sont remboursées par les flux financiers, en particulier les dividendes, que la société achetée verse au holding d'acquisition. En effet, durant les années d'acquisition, les cash-flow libres de la cible remboursent, par remontée de dividendes, le capital et les intérêts de la dette. La structure financière et juridique dans une telle opération est conçue de façon à minimiser l'apport des actionnaires, d'où le rôle de l'endettement qui permet de minimiser leur apport en même temps qu'il accroît leur rentabilité. On parle ici d'effet de levier financier, principale caractéristique de ce type d'opération et dans lequel réside tout l'intérêt d'un LBO.

Les opérations d'acquisition à effet de levier (LBO) ont connu un essor remarquable au niveau mondial. Elles représentent la technique la plus utilisée dans la transmission d'entreprises. En effet, le repreneur, souvent en manque de ressources, y trouve une bonne technique pour financer son acquisition et rentabiliser, autant que possible, les capitaux investis.

Bien qu'au niveau mondial le LBO ait fait ses preuves et ait acquis ses lettres de noblesse à travers des milliers de grandes opérations, cette vague ne semble guère toucher le Maroc ; et ce montage «ingénieux» reste inconnu, sinon ignoré, par les banquiers, entrepreneurs et jeunes promoteurs marocains. Ce constat trouve son explication, selon les professionnels du capital investissement, dans l'absence d'une réglementation juridique et fiscale claire, à même d'encourager les opérations de type LBO. Rares, celles-ci se font encore de manière déguisée. S'il y avait un cas local qui illustre ceci, ce serait celui de la Société chérifienne des engrais (SCE), reprise par son management en



mai 2003. En effet, il s'agit d'une première au Maroc. Tout a commencé lorsque le Groupe ONA-SNI a voulu se désengager d'un certain nombre de participations et se recentrer, de ce fait, sur ses métiers de base. La SCE était alors dans la ligne de mire. C'est à ce moment-là que l'idée d'un LBO ou plus précisément un MBO (Management buy out, puisque c'est le management qui se porte acquéreur) a germé dans l'esprit du management de l'entreprise, en manque de ressources suffisantes pour financer une opération de cette envergure. Ce dernier s'est en effet porté acquéreur des participations du groupe ONA-SNI et du groupe Total, détenant respectivement 39,19% et 31,43% du capital de la SCE. Toutefois, cette technique financière n'étant pas réglementée au Maroc, le MBO a davantage été appliqué dans son esprit que dans la lettre. Un holding, baptisé Holichem, a été créé à cet effet et a dû supporter la dette, sur un prêt accordé par un «pool» de trois banques de la place, garanti par les actions acquises de la SCE et basé sur les bénéfices futurs de celle-ci, gage de remboursement. L'effet de levier, principe de définition d'un LBO, n'aura pas joué totalement en raison d'une règle fiscale qui n'autorise pas la déduction des charges d'intérêt du résultat imposable de la SCE. À l'évidence, une fusion entre les deux entités (Holichem et SCE) aurait pour effet de contourner cette contrainte et activer, par ricochet, le fameux effet de levier financier. Celle-ci n'a malheureusement pas pu se faire, du fait de la cotation de la SCE en Bourse. De plus, la tentative de sortie de la cote a échoué par le fait que la SCE est cotée en Bourse depuis 1950 et que certains institutionnels, et pas des moindres (CIMR, AXA), l'accompagnent depuis longtemps. Malgré cela, le holding a pu s'acquitter de ses échéances par une forte remontée des dividendes de sa filiale (SCE) et espère même faire un remboursement anticipé du reste du crédit, selon les déclarations du management de la SCE. «Le pari est gagné»,

ajoutent-ils. En effet, cette opération a été menée de sorte qu'il y ait une certaine continuité dans la gestion de l'entreprise. Les objectifs fixés et les investissements prévus ont été réalisés. Le seul changement résultant de cette opération concerne le management qui, étant devenu actionnaire, s'est doublement engagé dans la réussite de son affaire. Et c'est tant mieux.

Cette opération de transfert de la SCE à son management via un LBO, certes déguisée, est une première chez nous et mérite d'être connue et même imitée, d'autant que le Maroc présente une terre fertile pour ce type d'opération. En effet, selon une étude réalisée par le secrétariat de la CNUCED (Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement) dans le cadre du programme «Méditerranée 2000», 37,5% des patrons de PME se trouvent dans la tranche d'âge 23-40 ans, 31,25% sont âgés de 41 à 50 ans et 31,25% ont entre 51 et 60 ans. La culture de l'entrepreneuriat marocain veut que chaque propriétaire transmette son entreprise à ses descendants. Nombreuses sont les PME qui ont connu la faillite à cause de l'incompétence, la méconnaissance ou le désintéressement des repreneurs, d'où l'intérêt du LBO, en tant que parfait véhicule de transmission d'entreprises. Aussi, dans un contexte de mondialisation et sur un marché marocain en phase de maturité et d'intégration, les groupes marocains en quête de «taille critique», peuvent y trouver refuge.

En l'état actuel, la majorité des chefs d'entreprise marocains ignorent l'existence du produit ou du moins de la fonction juridico-financière appelée LBO. C'est forcément l'une des raisons de l'absence de ce type d'opération, à forte valeur ajoutée, dans notre pays. Ce facteur, combiné avec des fonds d'investissement réticents, des banques frileuses au risque et en l'absence de mesures législatives facilitant la transmission des entreprises... laissent encore le LBO à l'écart. □

Mehdi Michbal



« Bien qu'au niveau mondial le LBO ait fait ses preuves et ait acquis ses lettres de noblesse à travers des milliers de grandes opérations, cette vague ne semble guère toucher le Maroc »

## Entretien avec Omar Chikhaoui, Directeur général de Capital Invest

## LBO : un avenir prometteur

□ Méconnu du grand public, le LBO a de beaux jours devant lui. Tour d'horizon avec Omar Chikhaoui, Directeur général de Capital Invest, société d'investissement, filiale du groupe BMCE.

**Finances News Hebdo :** Selon vous, quelle définition peut-on donner aux montages LBO ?

**Omar Chikhaoui :** Le LBO peut être défini comme l'achat d'une entreprise saine, financée partiellement par des emprunts, dans le cadre d'un schéma où les dirigeants repreneurs sont associés en partenariat avec des investisseurs financiers en vue de réaliser ensemble une plus-value à moyen terme.

Il existe plusieurs types d'opérations LBO, notamment selon que les dirigeants repreneurs sont issus de l'intérieur ou de l'extérieur de la société : MBO (rachat d'une société par son équipe de direction) ou OBO (rachat d'une entreprise par un holding détenu conjointement par le dirigeant propriétaire actuel et des investisseurs financiers).

Le LBO apparaît comme une solution de transmission d'entreprise particulièrement intéressante et présentant une bonne adéquation entre les objectifs propres à l'entreprise et ceux des actionnaires. En témoigne le fait que les fonds d'investissements spécialisés dans les opérations de LBO représentent 42% du total des fonds en cours de constitution, particulièrement en Europe et aux Etats-Unis.

**F.N.H. :** Qu'en est-il de ce type d'opérations au Maroc ?

**O. C. :** Au Maroc, les besoins de fonds propres sont clairement identifiés pour faire face à des problématiques de transmission différentes. Il peut s'agir :

- d'une entreprise familiale confrontée à un problème de succession : en l'absence d'une génération pour assurer la reprise, par manque d'intérêt, de compétence ou d'accord familial, la succession d'une entreprise est bien souvent problématique à gérer;

- d'actionnaires privés souhaitant réaliser leurs actifs «industriels» : la culture de l'attachement à son entreprise n'est plus aussi rigide que par le passé. L'ouverture de l'économie et le développement des opérations de rapprochement expliquent cette banalisation de l'entreprise comme étant «un actif» parmi d'autres que le propriétaire peut chercher à réaliser et rendre liquide par voie de cession totale;

- d'un souhait de diversification patrimoniale : nombreux sont les entrepreneurs qui souhaiteraient diversifier leur patrimoine en cédant une partie de leur entreprise tout en gardant son contrôle, et éventuellement avec l'appui d'un manager externe. Quand l'entreprise est en plus rentable, la réalisation d'une telle opération, appelée OBO, permet aux actionnaires majoritaires -grâce au levier mis en place- d'avoir une forte liquidité par rapport à la valeur globale de l'entreprise tout en gardant le contrôle.

La plupart des entreprises marocaines ayant été créées ou reprises pendant les années 60, ces trois problématiques de transmission sont d'actualité



Omar Chikhaoui

puisque l'on assiste actuellement à un véritable changement de génération au sein du tissu économique. En outre, elles revêtent au Maroc un caractère d'autant plus aigu que les entreprises évoluent dans un contexte d'ouverture économique suscitant certaines interrogations sur une lecture pertinente du couple opportunités/menaces.

**F.N.H. :** Capital Invest gère un fonds dénommé "Capital North Africa Venture" qui se positionne, entre autres, sur les opérations LBO. En quoi consiste, au juste, l'intervention de ce fonds dans de telles opérations ?

**O. C. :** Capital Invest gère depuis 2000 le Fonds Capital Morocco aujourd'hui complètement investi dans une douzaine d'entreprises. Dénommé «Capital North Africa Venture», ce nouveau fonds est d'une taille supérieure au premier fonds qui était d'une taille de 400 MDH et vise les entreprises de tailles moyenne et grande, principalement sur le marché marocain et avec une approche opportuniste sur les marchés algérien et tunisien.

À l'instar du premier, ce nouveau fonds se positionne sur les opérations de capital-développement et de LBO. Il s'agit du 1<sup>er</sup> fonds au Maroc introduisant dans sa stratégie d'investissement les opérations LBO. Il est prévu que le fonds réalise une douzaine d'opérations sur une période d'investissement de quatre ans. Plusieurs opérations de Capital transmission/LBO sont en cours de finalisation.

**F.N.H. :** Quelles sont les perspectives de développement de ce type d'opérations dans notre pays et les contraintes qui empêchent leur décollage ?

**O. C. :** Les conditions pour réunir un environnement propice à la mise en place de ce type d'opérations sont encourageantes :

1-Existence d'un vivier de managers pour l'accompagnement de la reprise : il est en train de se constituer ; en effet, une nouvelle génération d'entrepreneurs non familiaux, souvent formés dans les meilleures écoles de gestion ou écoles d'ingénieurs, cherchent désormais à prendre leur indépendance et sont prêts à courir le risque de dirigeant et d'actionnaire d'entreprises moyennes, pourvu que, généralement sans fortune préalable, ils soient

accompagnés par des investisseurs financiers actifs, aptes à concevoir avec eux des stratégies offensives de développement.

2- Le développement des schémas de co-investissement, déjà pratiqués dans les opérations de capital-développement, est également de nature à faciliter la constitution de tour de table de reprise majoritaire associant un pool d'investisseurs ayant ensemble le contrôle majoritaire de la société, tout en minimisant le risque financier de l'investisseur dans le cadre, notamment, des premières opérations de LBO sur le marché marocain.

**F.N.H. :** Hormis la dette classique, les opérations LBO requièrent d'autres types de financement plus élaborés. Les banques marocaines sont-elles assez outillées pour suivre les investisseurs dans ce sens ? Ou alors quelles sont les techniques ou produits financiers mis en place par celles-ci afin de répondre à ce type de besoin ?

**O. C. :** Le début de sensibilisation des banques marocaines à l'intérêt du segment LBO constitue un véritable marché pour les établissements de crédit au niveau international. La réalisation avec succès des premières opérations, la constitution en cours au Maroc de fonds de garantie internationaux projetant d'inclure ces opérations dans leur périmètre d'intervention ainsi que le montage en cours d'un fonds Mezzanine pouvant compléter la dette Senior, contribuent à la construction d'un environnement financier adéquat pour la mise en place des opérations à effet de levier (LBO). Les taux d'intérêt n'ont jamais atteint un niveau aussi bas (taux pour un crédit moyen terme à 6,5-7%) renforçant ainsi l'opportunité financière d'une opération LBO pour les investisseurs.

**F.N.H. :** Un mot pour conclure ?

**O. C. :** Trop souvent, en effet, l'accent est mis sur le seul aspect financier des LBO : l'achat d'une entreprise par endettement crée un effet de levier qui augmente la rentabilité des capitaux investis. En effet, le LBO est, par ailleurs, un élément déterminant pour améliorer l'efficacité globale de l'économie, en contribuant à une plus grande flexibilité des structures industrielles, et à une meilleure adéquation entre les objectifs propres des entreprises et ceux de leurs actionnaires.

Selon des études européennes les plus récentes, les entreprises ayant fait l'objet d'un LBO déclarent, en majorité, avoir augmenté à la fois leur volume d'affaires, leurs performances, mais aussi leurs effectifs ; et que ce type d'opérations présente une bonne alternative pour gérer une situation de transmission. Le marché du capital-investissement au Maroc se caractérise également par des besoins importants en transmission/LBO provenant autant d'entreprises familiales, qui doivent gérer des problématiques de succession, que de grands groupes industriels ou de services souhaitant se recentrer sur des activités stratégiques en se désengageant d'unités de taille moyenne. □

Propos recueillis par Mehdi Michal

“ Les entreprises ayant fait l'objet d'un LBO déclarent, en majorité, avoir augmenté à la fois leur volume d'affaires, leurs performances, mais aussi leurs effectifs. ”