



HAL
open science

Capital Transmission : les risques liés aux montages LBO ont-ils toujours un poids important en France après la crise financière de 2008 ?

Ousso Ozmanyanyan

► To cite this version:

Ousso Ozmanyanyan. Capital Transmission : les risques liés aux montages LBO ont-ils toujours un poids important en France après la crise financière de 2008 ?. Gestion et management. 2019. dumas-02333033

HAL Id: dumas-02333033

<https://dumas.ccsd.cnrs.fr/dumas-02333033>

Submitted on 25 Oct 2019

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



Distributed under a Creative Commons Attribution - NonCommercial - NoDerivatives 4.0 International License



***Capital Transmission* : les risques liés
aux montages LBO ont-ils toujours un
poids important en France après la
crise financière de 2008 ?**

Présenté par : Ousso OZMANYAN

Entreprise d'accueil : Banque Rhône-Alpes

Date alternance : du 01.09.2018 au 07.08.2019

Tuteur entreprise : Gilles BOSC

Tuteur universitaire : Sébastien GEINDRE



Avertissement :

Grenoble IAE, au sein de l'Université Grenoble Alpes, n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les mémoires des candidats aux masters en alternance : ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.

Tenant compte de la confidentialité des informations ayant trait à telle ou telle entreprise, une éventuelle diffusion relève de la seule responsabilité de l'auteur et ne peut être faite sans son accord.

RÉSUMÉ

Ce mémoire de fin d'étude en Master Finance spécialisé en Banque-Finance s'inscrit dans le prolongement d'une année d'alternance au sein de la Banque Rhône-Alpes. L'étude se concentre sur les opérations LBO et plus particulièrement sur leurs implications et leurs poids dans le système financier et l'Economie depuis la dernière crise financière.

Ce mémoire se subdivise en deux parties, il passera d'abord en revue le montage financier d'une opération de LBO, passant par les étapes de la construction du montage, les effets de levier impliqués dans le montage, les différentes formes de LBO qui peuvent exister et enfin les sorties possibles d'une opération LBO, toujours illustré par des exemples connus du grand public.

Dans un second temps, en s'appuyant sur des études statistiques et des recherches menées par des acteurs du marché, ce mémoire tentera de mettre en évidence le poids effectif de ces opérations dans le système financier et l'Economie.

SUMMARY

This final thesis in Master's degree in Finance specialized in Banking and Finance is an extension of a one-year work-study program at Banque Rhône-Alpes. The study focuses on LBO transactions and more particularly on their implications and its weight in the financial system and the economy since the last financial crisis.

This report is divided into two parts, it will first review the financial structure of an LBO transaction, including the stages of the construction of the transaction, the leverage effects involved in the transaction, the different forms of LBOs that may exist and finally the possible exits of an LBO transaction, always illustrated by known examples.

In a second step, based on statistical studies and research conducted by market's participants, this paper will attempt to highlight the effective weight of these operations in the financial system and the economy.

MOTS CLÉS : LBO, *Capital Transmission*, *Private Equity*, Effet de levier, Fonds d'investissement, Banque.

Remerciements

Par la présente, j'aimerais remercier le plus chaleureusement possible tous ceux qui ont contribué à la réalisation de ce mémoire de fin d'étude de Master.

Tout d'abord je remercie vivement Monsieur S. GEINDRE, mon tuteur académique, également mon professeur et directeur de l'IAE site de Valence, pour m'avoir aidé et guidé tout au long de la réalisation de ce mémoire, notamment de m'avoir aiguillé sur le développement et l'angle de la problématique qui a peu été traité dans d'autres travaux.

Aussi, j'aimerais remercier très chaleureusement Monsieur G. BOSC, mon tuteur dans la banque, qui s'est impliqué au-delà de ses obligations afin de me montrer le monde de la banque et plus particulièrement l'implication de la banque dans la vie locale. Il m'a permis de travailler sur beaucoup de dossiers très intéressants et m'a aidé à mûrir le sujet de ce mémoire. Je le remercie également de m'avoir donné ses conseils et sa confiance tout au long de mon année d'alternance. Sa confiance m'a permis d'acquérir une grande autonomie et des responsabilités au-delà de mes attentes.

Enfin, mes remerciements vont à la Banque Rhône-Alpes et plus particulièrement, à mes collègues de l'agence de Romans, qui m'ont permis d'effectuer cette année d'alternance dans les meilleures conditions. Toujours disponibles et accueillants, j'ai beaucoup appris de chacun d'entre eux.

L'aide de toutes ces personnes a permis une année d'alternance très riche et intéressante. Ils ont été parties prenantes tout au long de mon année et je les en remercie.

Sommaire

AVANT-PROPOS.....	7
INTRODUCTION	10
PARTIE 1 : FONCTIONNEMENT D'UN INVESTISSEMENT LBO	12
CHAPITRE 1 – LA TECHNIQUE DU LBO	13
I. Le montage LBO.....	13
II. L'effet de levier.....	16
III. Différentes formes de LBO	18
IV. Les sorties possibles après un LBO	20
CHAPITRE 2 – ROLE DES BANQUES SUR LE MARCHE LBO.....	22
V. Les Banques	22
VI. La dette senior.....	23
VII. Les conventions	25
CHAPITRE 3 – LA DETTE PRIVEE DES FONDS D'INVESTISSEMENT	28
VIII. Les fonds d'investissement	28
IX. La dette mezzanine.....	29
PARTIE 2 : II. LES RISQUES LIES AUX MONTAGES LBO ET LEUR POIDS.....	31
CHAPITRE 1 – LES RISQUES INHERENTS AUX OPERATIONS LBO	32
I. Le risque économique	33
II. Le risque financier	34
III. Le risque juridique	35
IV. Le risque fiscal	36
V. Le risque managérial	36
VI. D'autres types de risque.....	37
CHAPITRE 2 – POIDS DU <i>CAPITAL TRANSMISSION</i> ET DES OPERATIONS LBO	38
VII. Les opérations de Private Equity	38
VIII. Les opérations de Capital Transmission/LBO	42
CHAPITRE 3 – SOMMES-NOUS DANS UNE BULLE LBO ?	45
CONCLUSION	48

AVANT-PROPOS

Avant d'entrer dans le cœur de la problématique de ce mémoire, nous nous intéresserons au contexte de ce dernier. En effet, il prend naissance lors de mon alternance en deuxième année du Master Finance spécialisé Banque-Finance à l'IAE de Grenoble, ce mémoire se base sur des recherches académiques mais aussi sur une vision interne de la banque et en l'occurrence au sein de la Banque Rhône Alpes sur des dossiers de montage LBO sur lesquelles j'ai pu travailler. En plantant le décor, nous pourrions mieux comprendre le contexte de ce mémoire.

Groupe Crédit du Nord

Etant une filiale de la Société Générale, le groupe Crédit du Nord compte huit banques régionales:

- Banque Courtois ;
- Banque Kolb
- Banque Laydernier
- Banque Nuger
- Banque Rhône-Alpes
- Société Marseillaise de Crédit
- Banque Tarneaud
- Crédit du Nord

Le groupe compte 8 600 collaborateurs et 851 réseaux d'agences. La clientèle est constituée de plus de 2 millions de particuliers, 238 000 Professionnels et 50 000 Entreprises.

Le groupe Crédit du Nord possède l'aspect banque régionale grâce à ses filiales réparties par zone géographique, mais aussi un aspect national. De plus, l'organisation du groupe tente de se différencier du réseau bancaire dominant. Les banques régionales sont toutes organisées comme des PME, elles possèdent une autonomie de décision importante et des circuits très courts favorisant la réactivité.

L'histoire du groupe commence en 1760 lors de la création de la Banque Courtois, la plus vieille des banques françaises. Le nom Crédit du Nord apparaît pour la première fois en 1871, depuis la banque n'a cessé de croître pour devenir le groupe très diversifié que l'on connaît aujourd'hui.

Banque Rhône-Alpes

La Banque Rhône Alpes est créée en 1988, résultant de la fusion des agences Crédit du Nord d'Auvergne, Bourgogne, Franche-Comté et Rhône-Alpes. Elle poursuit sa croissance en intégrant en 2012, les agences drômoises de la Société Marseillaise de Crédit. Aujourd'hui la banque compte un réseau de 80 agences et centres d'affaires gérant ainsi une clientèle de 185 000 comptes, tous marché confondus. Le siège central est à Lyon et le siège social à Grenoble.

L'organisation des filiales du Crédit du Nord et notamment celle de la Banque Rhône-Alpes est différente de celle des autres établissements du paysage bancaire français. En effet, les banques du groupe Crédit du Nord fonctionnent comme des organisations autonomes, avec des circuits de décision très courts relativement aux autres banques.

Groupe Drôme-Ardèche

Le groupe Drôme Ardèche est l'un des groupes qui constitue le réseau de la banque régionale. Comme son nom l'indique, les 8 agences du groupe couvrent les villes les plus importantes des départements de l'Ardèche et de la Drôme. La plus grande agence se trouve à Valence, mais la banque est présente aussi à Montélimar, Annonay, Romans, Tournons, Pierrelatte, etc. Le groupe possède aussi un centre d'affaires situé à Valence qui abrite également la direction du groupe.

Agence de Romans

L'agence de Romans se situe au centre-ville de la ville de Romans-sur-Isère. C'est la deuxième agence du groupe. L'agence gère un fonds de commerce composé de

professionnels mais aussi de particulier. Elle compte un Directeur d'agence, un Directeur adjoint, un conseiller professionnel, deux conseillers clientèle privée, une conseillère clientèle et une assistante commerciale.

En prenant de la hauteur, on aperçoit les différents niveaux hiérarchiques : au sommet le Groupe Crédit du Nord qui chapote les banques régionales tout en leur laissant une grande autonomie, suivi de la Banque Rhône-Alpes qui est composée elle-même de plusieurs groupes, ensuite vient le Groupe Drôme-Ardèche qui contrôle neufs agences, et parmi ces agences, celle de Valence, le lieu et contexte de production de ce rapport. On voit donc ainsi le découpage hiérarchique au sein de cette banque qui reste très largement orientée vers l'entreprise, les professionnels et le patrimonial.

Tout au long du développement, ce mémoire s'efforcera de mettre en lumière les différentes implications des opérations de LBO relevant du domaine du *Private Equity* et plus particulièrement du *Capital Transmission*. Bon nombre de travaux ont déjà été achevés sur le sujet, en effet, le phénomène ne date pas d'hier et a déjà beaucoup fait parler de lui. Les risques liés à ces opérations paraissent assez évidents et ont déjà été énumérés à de nombreuses reprises, ce mémoire ne saurait se différencier s'il n'apportait pas une plus-value aux travaux précédents. Ainsi, au-delà des conséquences économiques des LBO, ce mémoire se penche sur le poids effectif que ces opérations représentent en Europe et notamment en France. Dans le prolongement de cette étude, une question capitale peut resurgir : sommes-nous dans une bulle LBO ? La question peut faire débat, surtout dans le contexte actuel où la réglementation bancaire est renforcée, ainsi, évoquer à nouveau le terme 'crise', une décennie après celle de 2008, ravive de nombreux souvenirs dans le milieu financier que beaucoup veulent oublier.

INTRODUCTION

Au cours des dernières années, l'activité de rachat de titres d'une société par emprunt sur le segment du marché des capitaux privés, *Private Equity*, en Europe a augmenté de manière exponentielle, les volumes de transactions récents ayant atteint des niveaux similaires à ceux des marchés américains et même aux niveaux d'avant crise. La taille des transactions de LBO a considérablement augmenté et, parallèlement, l'effet de levier impliqué dans ces transactions a, lui aussi augmenté.

Dans un contexte post crise 2008, avec une réglementation bancaire de plus en plus contraignante, des questions sur les expositions aux risques des banques, qui fournissent l'essentiel du financement par emprunt de ces opérations, se sont posées. Pour cette raison, en 2006 déjà, le Comité de Surveillance Bancaire (BSC) avait décidé de mener une enquête afin d'évaluer le degré d'implication des grandes banques sur le marché européen des LBO et de mieux comprendre les impacts possibles sur la stabilité du système financier.

Outre les banques, le marché des LBO comportent dorénavant de nouveaux acteurs de plus en plus actifs. Des associations se créées et toute une économie se formalise autour de la profession et plus largement autour du *Private Equity*. Le *Private Equity*, en français Capital Risque ou Capital Investissement, investit et finance directement dans les entreprises non cotées ; l'activité est rentable mais comporte un niveau de risque plus élevé également. Le *Private Equity* se subdivise en plusieurs segments d'activité : *Capital Innovation*, *Capital-Développement*, *Capital Transmission*, *Capital Retournement*. Les LBO en font partie et sont cartographiés dans la catégorie *Capital Transmission*.

Le LBO est donc un segment du *Private Equity* qui consiste à racheter une entreprise via une holding en faisant appel à une quantité de dette élevée et un apport limité ce qui contribue à un effet de levier. Ainsi, la société rachetée fera des remontées de dividendes qui viendront rembourser la dette contractée par la holding.

Les LBO ont été au cœur des critiques suite à la crise financière de 2008, en effet, ils étaient accusés d'avoir mis en danger des sociétés en bonne santé financière, et mis en défaut beaucoup d'autres. Il y a donc des risques liés à ce type de financement, mesurer leurs implications et surtout leurs poids dans l'économie est un enjeu crucial pour le système financier et par extension, pour l'économie toute entière.

Ainsi, afin de répondre à notre problématique à savoir : *les risques liés aux montages LBO ont-ils toujours un poids important en France après la crise financière de 2008 ?*, il nous faut dans un premier temps comprendre et appréhender le montage LBO, puis dans un second temps comprendre les risques qui s'y réfèrent et enfin dans ce prolongement mesurer le poids effectif du marché LBO en Europe et plus particulièrement en France afin d'apporter des éléments de réponse à une question cruciale : sommes-nous dans une bulle LBO ?

« Les crises de demain sont souvent le refus des questions d'aujourd'hui »

Patrick LAGADEC

« L'économiste doit étudier le présent à la lumière du passé afin d'éclairer le futur »

John Maynard KEYNES

PARTIE 1 : FONCTIONNEMENT D'UN INVESTISSEMENT LBO

CHAPITRE 1 – LA TECHNIQUE DU LBO

I. LE MONTAGE LBO

Comme nous l'avons vu dans la définition, le LBO est un montage financier et juridique qui permet d'optimiser une opération de transmission d'entreprise en utilisant un effet de levier important. Cet effet de levier est possible par le montant relativement élevé d'emprunt bancaire utilisé pour racheter les titres. Nous allons nous pencher sur la technique même du LBO et entrer plus en détail dans l'élaboration d'une telle opération.

Rappelons que l'outil LBO a pour objectif de racheter une entreprise via emprunt bancaire et peu de fonds propres investis par les actionnaires de la holding. Ces derniers espèrent que l'opération se financera « toute seule » grâce aux résultats de la société rachetée, permettant de rembourser l'emprunt bancaire.

Le LBO fait partie du monde du *Private Equity*, et plus précisément du Capital Transmission. Il faut donc, avant toute chose, trouver une société que nous souhaitons racheter, que nous appellerons « Société cible ». Cette société cible doit être rentable, ou potentiellement rentable. En effet, pour rembourser la charge de l'emprunt contracté par la holding, il faut que la société cible puisse dégager assez de résultat net afin de remonter des dividendes à sa holding. Or, une société en bonne posture financière, c'est-à-dire, dégagant des résultats importants, sera évaluée plus chère qu'une société avec des difficultés et donc parallèlement, l'emprunt bancaire sera aussi plus élevé, ce qui peut être un frein à l'obtention dudit emprunt.

Une fois la société cible identifiée, les négociations peuvent débuter afin de fixer le prix entre acheteur et vendeur. L'opération de montage du LBO se fait côté acheteur, il a donc besoin de connaître le prix des titres afin de déterminer le montant du financement. Il existe en réalité plusieurs types de montage LBO, du plus complexe au plus simple. Prenons le cas le plus simple. L'acheteur va donc créer une société holding qui n'aura pas d'activité économique hormis la détention de participation dans la société cible et éventuellement de facturation de service. L'apport personnel de l'acheteur peut être plus ou moins important, mais généralement il va tenter d'apporter le moins possible afin de bénéficier de l'effet de levier.

Ainsi une fois la holding créée, il faut donc trouver le financement ; dans la majorité des cas, un prêt bancaire est sollicité par l'acheteur. Le banquier va analyser le montage et la faisabilité du dossier. En effet, il va analyser le bilan et le compte de résultat de la société cible, puisqu'en réalité, c'est elle qui va devoir rembourser l'emprunt contracté par la holding. La structure bilancielle est bien évidemment étudiée afin d'évaluer le patrimoine de la société cible, mais un point plus important est analysé par le banquier : la CAF. La capacité d'autofinancement de la cible. Pourrait-elle dégager assez de trésorerie afin de payer la charge de remboursement et les intérêts ? Sans cette condition *sine qua non* le banquier ne pourra mettre en place l'emprunt demandé. Une seconde analyse sera faite sur les économies réalisées par le nouveau repreneur, une modification du salaire du dirigeant, à la baisse comme à la hausse ; abandon d'une activité non rentable, économie d'échelle, etc...

Une fois l'emprunt obtenu, les titres de la société cible sont rachetés par la holding qui est elle-même détenue majoritairement par l'investisseur. Nous pouvons schématiser l'opération de la manière suivante :

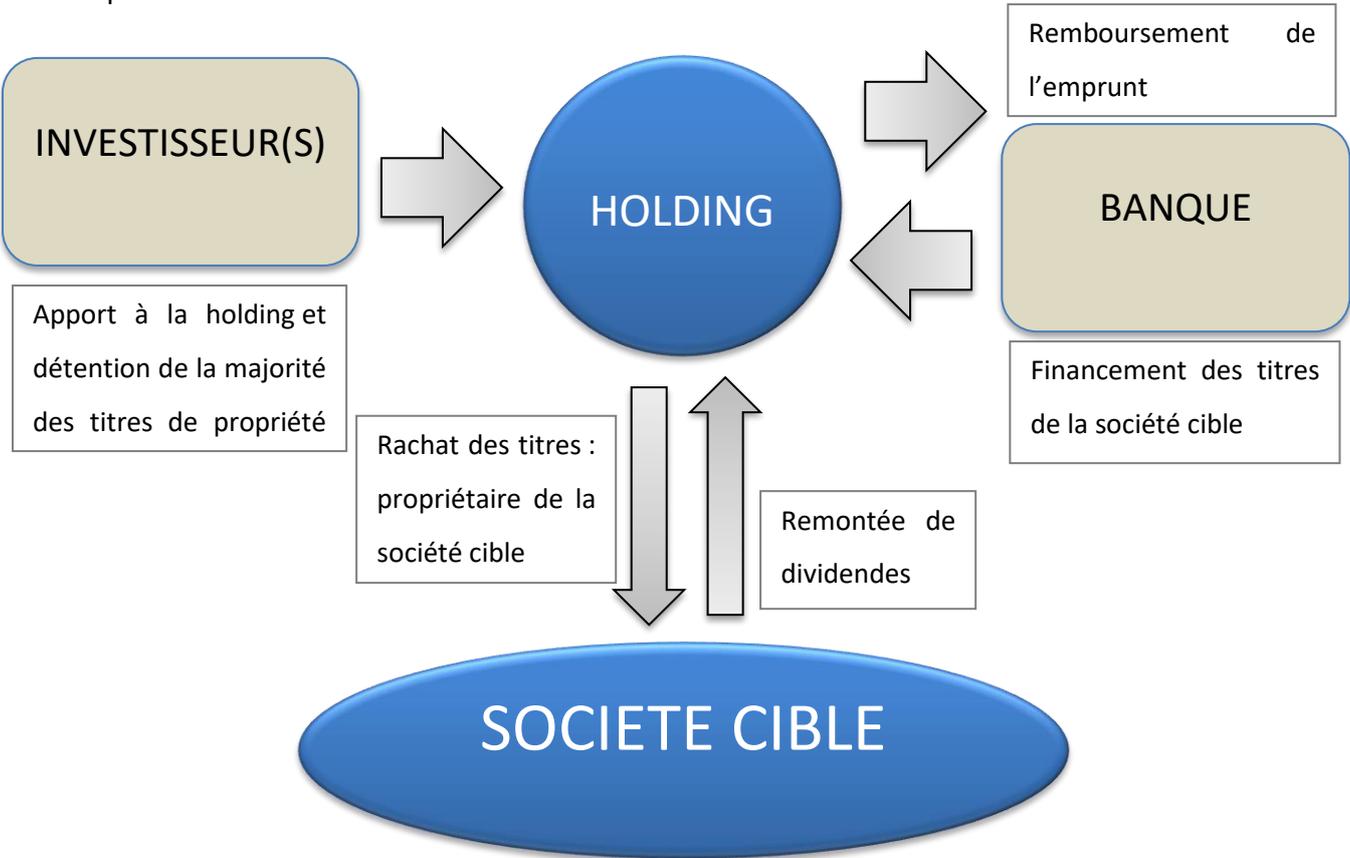


Figure 1

Comme nous pouvons l'observer, il y a quatre entités mais seulement 3 parties prenantes : le ou les investisseurs, la banque et la société cible. C'est le cas le plus simple, mais nous allons voir que le montage peut se compliquer assez rapidement.

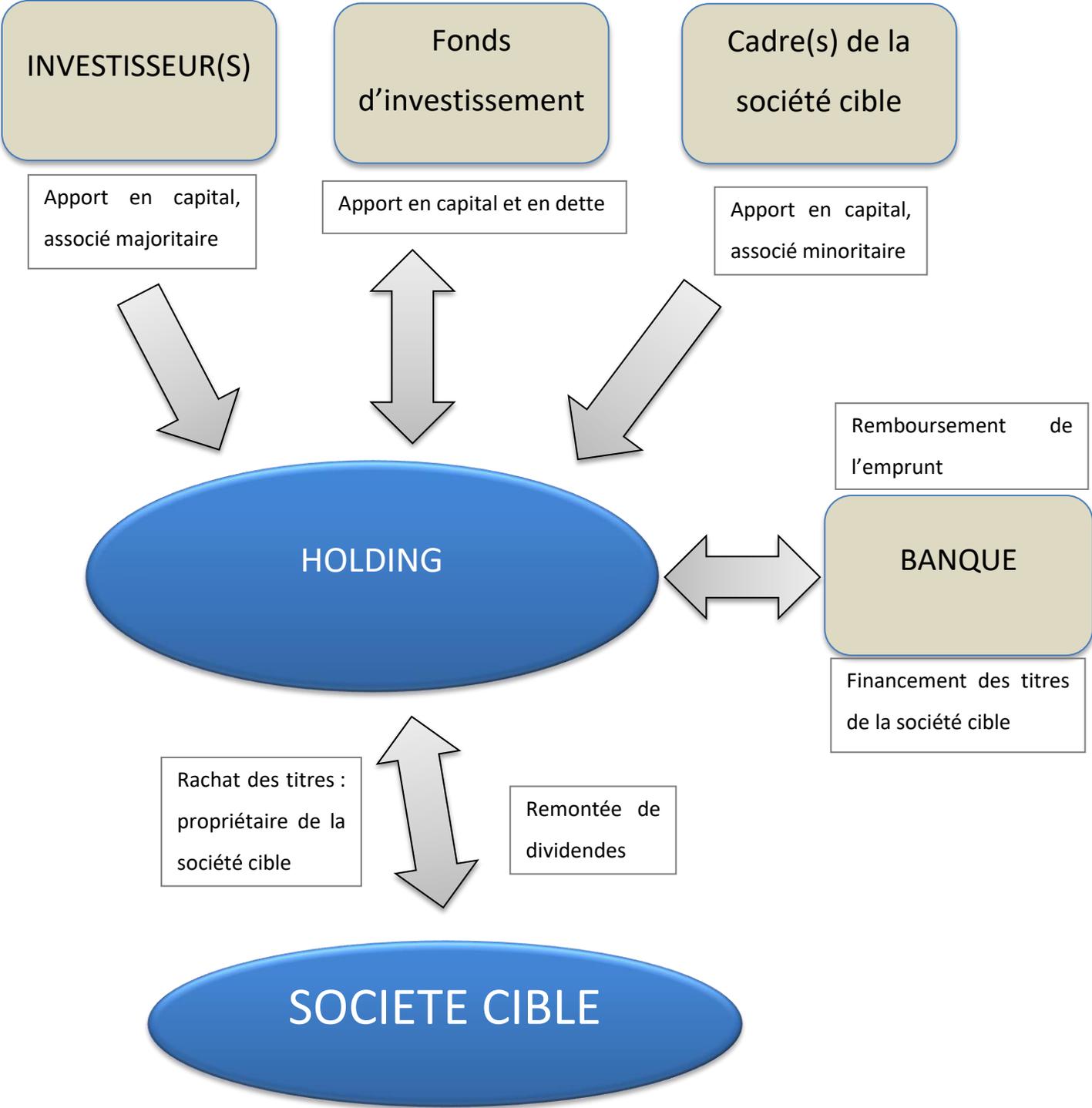


Figure 2

Nous pouvons voir sur la *Figure 2* que le montage est plus complexe, en effet, l'actionnariat est partagé et les intérêts peuvent diverger. Aussi, les fonds d'investissement peuvent aussi bien participer au capital qu'au niveau de la dette. Le schéma peut encore se complexifier, avec des holdings en cascade, cependant, pour les besoins du mémoire, nous allons nous concentrer sur ces deux types de montage.

II. L'EFFET DE LEVIER

Intéressons-nous maintenant au régime fiscal applicable en France sur ce type d'opération. Prenons le cas le plus simple que nous avons vu ci-dessus, avec la holding qui n'a pas d'activité commerciale : les dividendes reçus de la société cible sont exonérés puisqu'ils bénéficient du régime fiscal mère/fille.

Rappelons les règles de ce régime : il faut avoir au moins 5% du capital de la société cible (ou fille), dans ce cas, les dividendes sont exonérés à hauteur de 95%, la différence est réintégrée en guise d'une quote-part de frais et charges. Le résultat fiscal est quasiment nul, donc pas d'économie d'impôt réalisé pour l'instant, en l'état il n'y a pas d'intérêt fiscal. On va donc y ajouter le régime d'intégration fiscale, la règle qui s'applique est la suivante : si la holding possède 95% de la société cible (ou fille), alors la holding peut déduire ses frais financiers sur le résultat global du groupe et ainsi réaliser une économie d'impôt.

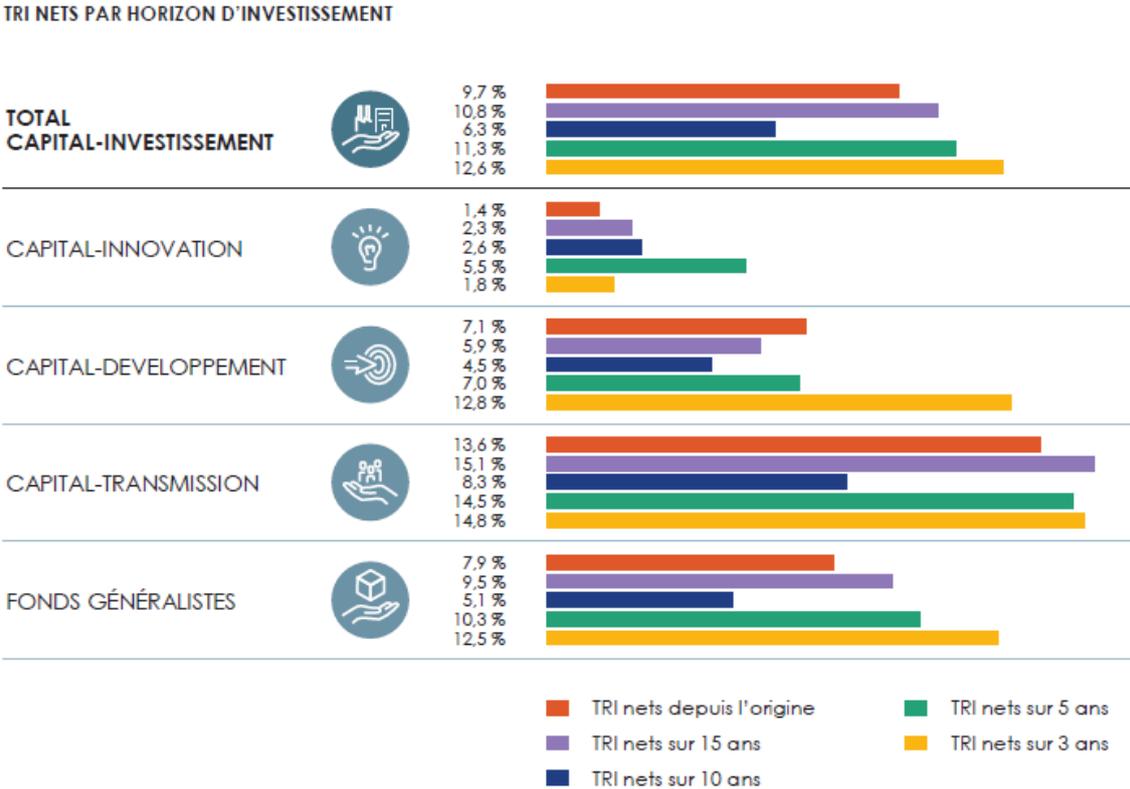
Cependant, il existe une limite à ce levier fiscal, l'amendement Charasse¹ : l'économie d'impôt sur les intérêts de l'emprunt ne sont déductibles fiscalement que si les nouveaux actionnaires de la holding ne sont pas principalement les anciens actionnaires de la société cible, autrement dit, le levier fiscal ne pourra être appliqué si nous procédons à une vente à soi-même.

¹ Amendement Charasse : voir lexique

Le levier financier, quant à lui, est évident : un ratio de *Fonds propres / Total investissement* très faible, puisque la dette finance quasiment l'intégralité de l'opération. Ainsi, la rentabilité de l'opération est très au-dessus par comparaison à un rachat par 100% d'apport.

Le levier juridique réside en la création même de la holding, qui permet de détenir un titre de propriété d'une société cible avec très peu d'apport comme dans l'exemple de la *Figure 1* ci-dessus.

Pour illustrer l'effet de levier, voici une étude de France Invest 2017 sur les taux de rentabilité des opérations du *Private Equity*, on observe que le TRI, taux de rentabilité interne² est très élevé, mais nous constatons surtout que le segment *Capital Transmission/LBO* est le plus rentable sur n'importe quel horizon d'investissement.



Source : Etude France Invest 2017

² TRI : Taux de rentabilité interne, très utilisé en finance, permet le calcul du taux de rentabilité d'un investissement.

III. DIFFERENTES FORMES DE LBO

Nous avons vu le montage LBO comme un montage financier, juridique et fiscal, cependant il n'y a pas qu'un type d'opération LBO, beaucoup de particularités peuvent intervenir, donc lorsque l'on parle de LBO, ce concept recouvre en réalité beaucoup de situations particulières. Il y a dans la famille des LBO autant de sous familles qu'il y a d'imagination en ingénierie financière.

Nous pouvons énumérer quelques cas particuliers de LBO sans exhaustivité :

- **Build Up** ou *Leveraged Build Up* (LBU) : Le LBU est un montage de rachat d'une première entreprise qui sert ensuite de société-mère pour le rachat de société du même secteur, dans le but de créer un groupe par l'endettement financier. Ce montage s'inscrit dans une stratégie de croissance externe à partir d'une entreprise rachetée par LBO.

- **Buy In** ou *Leveraged Management Buy In* (LMBI, LBI, MBI) : Le LMBI est un montage d'acquisition en LBO d'une société par un ou plusieurs dirigeants-repreneurs extérieurs à la société cible, souvent professionnels du secteur. Ils sont éventuellement associés avec un investisseur financier type Fonds d'investissements.

- **Buy In Management Buy Out** (BIMBO) : Même configuration qu'un LMBI, à la différence que les cadres dirigeants extérieurs à la cible vont s'associer aux cadres dirigeants internes à la cible afin de les impliquer dans l'opération et augmenter les chances de réussite de cette dernière. Cela permet aussi de valoriser leur travail et d'obtenir l'appui des managers afin d'éviter un changement trop brutal de la direction.

- **LBO Secondaire** : Cette opération désigne l'acquisition par LBO d'une société déjà issue d'une opération de LBO, c'est-à-dire l'acquisition par une nouvelle holding des titres d'une précédente holding d'acquisition.

- **Leveraged Management Buy Out** (LMBO, MBO) : Le LMBO ressemble au LMBO, à la différence que dans ce cas, les dirigeants repreneurs sont internes à la société cible, par exemple, un cadre dirigeant qui aimerait reprendre l'affaire et devenir propriétaire de l'entreprise. C'est un cas de LBO relativement répandu puisqu'en cas de retraite de l'actionnaire actuel et en l'absence de repreneur, les employés sauvent eux-mêmes leur emploi.

- **Owner Buy Out** (OBO) : Cas très particulier de LBO, l'OBO désigne une opération dite de « vente à soi-même » dans laquelle l'actionnaire d'une société apporte une partie de ses titres en constitution du capital d'une holding et vend l'autre partie à cette même holding. Celui-ci finance la partie cédée par un financement bancaire et l'entrée éventuelle au capital d'un nouvel actionnaire. Le vendeur reste majoritaire après l'opération. L'avantage : d'une part, l'actionnaire actuel peut réaliser sa plus-value et dégager de la trésorerie, attention tout de même aux abus d'évaluation du prix d'acquisition des titres de la cible, d'autre part, l'opération permet à l'actionnaire de réorganiser l'actionnariat, comme par exemple faire entrer ses enfants au capital ou faire monter un cadre dirigeant. Cependant, point de vigilance également, l'absence de changement de direction de l'entité, place l'opération sous le coup de l'**amendement Charasse** et limite (voir supprimer) la déductibilité des intérêts issus du financement de cette opération. Le but étant d'éviter le recours au levier fiscal deux fois au même actionnaire.

Au-delà de la liste ci-dessus, il existe bien évidemment des variantes au sein même de ces catégories, faisant intervenir chacune leur spécificité, cependant ils font tous partie de la même famille : les LBO.

IV. LES SORTIES POSSIBLES APRES UN LBO

Une fois l'opération de LBO réalisée, les investisseurs, selon leur profile, chercheront à réaliser leur plus-value. Intéressons-nous donc aux sorties possibles pour ces investisseurs :

- Une des sorties possibles, en cas de réussite de l'opération, est **la revente à une entreprise du secteur**. L'investisseur, s'il était financier dans l'opération et a su améliorer la santé financière de l'entreprise, notamment en améliorant les processus et en augmentant la part de marché, peut revendre la société à un industriel du secteur qui, avec une synergie, y trouvera son intérêt. Pour illustrer cette possibilité de sortie, prenons l'exemple de SMCP cédé en avril 2016 au géant chinois du textile Shandong Ruyi par le fonds d'investissement américain qui avait initié le LBO : KKR³. Dans le cadre de cette opération, l'entreprise a été valorisée à 1.3 Milliards d'euros, et on peut surtout noter que l'année précédant la revente, la société avait enregistré une croissance de 33% de son chiffre d'affaires à 675 millions d'euros.
- Une autre alternative, qui se pratique relativement bien, c'est **la revente à un autre fonds d'investissement**, qui procédera à un LBO secondaire, consistant à racheter par un nouveau LBO, les titres de la holding qui avait initialement opérée le premier rachat de la société cible.
- Autre possibilité, relativement bien connue du grand public : **l'introduction en Bourse** afin de réaliser l'investissement de départ. Cependant, l'introduction en bourse est une opération relativement complexe et nécessite d'avoir une certaine taille qui justifierais l'opération en question. Après l'introduction et la cotation des titres, le capital sera fortement dilué, de ce fait, assez souvent l'investisseur ayant initié le LBO garde tout de même un certain pourcentage de détention. L'exemple le plus parlant est l'introduction en Bourse en IPO⁴ de la société HCA Hospital Corp. Le LBO initial avait été mené par deux fonds d'investissement et une banque d'affaire : KKR, Bain

³ Source : [Les Echos](#)

⁴ IPO : Première introduction en bourse. Voir lexique

Capital et Merrill Lynch. Racheté par le trio pour « *32,7 milliards de dollars en 2006, HCA a connu une croissance de 5 à 6% par an* » de son chiffre d'affaires, nous rapporte le site *alumneye.fr*⁵. La société fut introduite en Bourse en 2011, le trio a perçu un dividende exceptionnel de 4,5 milliards de dollars; et a donc triplé son investissement initial.

- Une sortie peu connue : **la montée des créanciers au capital**. Nous parlons ici bien évidemment des fonds d'investissement qui ont prêté lors de l'opération de LBO (ces investisseurs se trouvaient donc dans la catégorie de dette mezzanine que nous allons voir plus loin) et qui, dans le but de prendre le contrôle de la société, transforment leur dette en capital via les options cachés⁶, notamment par les obligations convertibles⁷. L'exemple le plus récent et le plus médiatisé est la prise de contrôle de la société de prêt-à-porter Camaïeu par ses créanciers en 2018⁸. En effet, la dette devenue trop lourde à supporter par la société, cette dernière a été mise en procédure de sauvegarde par le tribunal de Lille. Après de longs négociations, un accord a été trouvé afin d'épurer toutes les dettes et par conséquent remonter les créanciers au capital, sortant ainsi les anciens actionnaires et en diluant les minoritaires. Grâce à cette opération, la société a pu être sauvée et les emplois sauvegardés.

- Cinquième et dernière sortie possible : la faillite. C'est celle que les actionnaires veulent à tout prix éviter puisqu'ils perdent autant leur plus-value que leur investissement de départ. La faillite est déclarée lorsque la société cible ne remonte plus de dividende et que la holding ne peut plus faire face aux remboursements de la dette. S'en suit des négociations entre actionnaires et créanciers afin de trouver un accord, à défaut, la société est liquidée. Comme dans le cas de Camaïeu, le maintien de l'emploi étant la priorité, en France les actionnaires et créanciers sont vivement incités au compromis, soit les créanciers perdent toute ou partie de leur créance, soit ils prennent le contrôle de la société.

⁵ Source : Alumneye.fr

⁶ Voir Partie I. - Chapitre 3 – IX La dettes mezzanine.

⁷ Obligations convertibles en actions : voir lexique.

⁸ Source : [Les Echos](http://LesEchos)

Nous avons observé qu'il y a plusieurs sorties possibles après un investissement LBO afin de réaliser la plus-value. Ces sorties diffèrent selon le profil des investisseurs et le dénouement de la société cible. Ces derniers tenteront d'améliorer la société cible afin d'augmenter sa valeur et la revendre à un prix plus élevé, cependant, les évolutions du marché font qu'une partie des investissements LBO finissent en faillite. S'ils sont marginaux, il n'y a pas de conséquence sur le marché, cependant que ce passe-t-il si une série de LBO fait faillite ? Afin de poursuivre dans ce prolongement, observons le rôle des banques dans ce secteur.

CHAPITRE 2 – ROLE DES BANQUES SUR LE MARCHE LBO

V. LES BANQUES

Les banques sont des acteurs majeurs sur le marché LBO. En effet, le banquier est l'interlocuteur privilégié du chef d'entreprise, et représente une source de financement par emprunt pour le repreneur. De ce fait, la légitimité des banques sur ce marché est évidente, puisque les LBO font appel à un endettement élevé. La question principale est : jusqu'où s'implique la banque dans les opérations de LBO ? Afin de répondre à cette question, nous devons observer et étudier le rôle des banques et leur implication sur le marché des LBO.

Les banques interviennent donc dans l'analyse, le montage et le financement des opérations de LBO, elles sont donc les premières impliquées au niveau de la dette. Cependant, il y a une distinction au niveau de la dette, toutes ne se remboursent pas de la même manière, aussi, toutes n'ont pas les mêmes garanties. Il y a donc une échelle de risque pour ceux qui investissent dans une opération de LBO.

Les rôles que les établissements bancaires peuvent jouer dans l'opération sont pluriels. Cependant, il y a une hiérarchie entre les banques prêteuses :

- **Arrangement** : intervention dès le début du montage Ce rôle à forte valeur ajoutée (conseil) permet de calibrer le financement et ses conditions, en fonction des pratiques du marché, des spécificités de la cible et de la stratégie

des nouveaux actionnaires ; il est rémunéré par la commission d'arrangement.

- **Agent** : intervention au moment de la mise en place du prêt, puis dans le suivi du dossier post-crédit. Ce rôle permet d'établir un contact privilégié avec l'entreprise ; néanmoins, il comporte des responsabilités importantes (vis-à-vis des autres banques) et implique une mobilisation accrue de ressources en interne pour la banque. Il est rémunéré par la commission annuelle d'Agent.
- **Prise Ferme** : intervention dans le cadre de l'Arrangement. La banque qui réalise la Prise Ferme prend le risque de conserver un engagement supérieur à celui souhaité (part finale). La commission de Prise Ferme rémunère ce risque de Syndication.
- **Participation** : généralement, le Participant intervient après les premiers échanges. La commission de participation rémunère le temps passé à l'étude du dossier et (en partie) le risque lié à l'engagement porté ; c'est pourquoi cette commission est lissée comptablement sur toute la durée du financement.

VI. LA DETTE SENIOR

Il y a dans une opération de LBO structurée et relativement importante, trois niveaux de dette. Dans un premier temps, il y a l'emprunt bancaire qu'on nomme la dette senior. C'est la dette principale et souvent la plus élevée en montant. Lorsqu'elle est contractée auprès de plusieurs banques, on parle alors de pool bancaire ou syndication. La dette senior est celle qui se rembourse en priorité et bénéficie de garanties spécifiques. Il y a ensuite la dette dite mezzanine, qu'on appelle également dette subordonnée, puisqu'elle est subordonnée à la dette senior, c'est-à-dire qu'elle se remboursera après cette dernière. La dette mezzanine est très souvent composée d'obligations convertibles que nous étudierons plus en détail dans la partie suivante. Enfin, il y a les capitaux propres.

On peut noter que les banques interviennent en générale au niveau de la dette senior mais aussi au niveau des capitaux propres lorsqu'il s'agit de banque d'affaire. Il est très rare de retrouver des banques au niveau de la dette mezzanine. Pour cette raison, dans cette partie nous allons nous concentrer sur la dette senior, principale rôle des banques au niveau du financement des opérations de LBO.

La dette senior est donc le principal poste d'intervention des banques, cependant ce poste n'est pas d'un seul bloc. En effet, la dette senior est elle-même composée de plusieurs tranches qui ont la caractéristique de ne pas se rembourser de la même manière. On peut par exemple retrouver une dette senior en deux tranches :

- *Tranche A* : Remboursement avec annuité constante ou capital constant sur une durée en moyenne de 6 à 7 ans.
- *Tranche B* : Remboursement *in fine*⁹, donc plus longue car elle est exigible une fois que la *tranche A* a été remboursée.

La répartition entre les deux types de tranche peut varier d'une opération à une autre et d'une banque à une autre.

La dette senior peut faire intervenir une seule ou plusieurs banques, on parle alors de syndication. La syndication permet de diviser le risque et donc leur exposition et aussi de souscrire à des opérations avec des montants très significatifs qu'une seule banque ne pourrait supporter pour une seule contrepartie. La période actuelle est très propice à la syndication sur les opérations LBO ou même sur les autres opérations qui font intervenir des montants très importants de dette. Bien que cela semble positif pour l'opération, ce n'est pas sans conséquence pour cette dernière dans la mesure où la syndication va avoir tendance à ralentir le processus de mise en place du financement. En effet, les banques vont avoir tendance à apprécier différemment les conditions de l'opération comme par exemple le montage, l'échéancier, les marges, les ratios, etc... Cela peut conduire à allonger les périodes de *due diligences*¹⁰, et mener à la mise en place de garanties de financement

⁹ Remboursement *in-fine* : le capital se rembourse à la fin de l'échéance contractuelle. Voir lexique

¹⁰ Due diligence : voir lexique

significatives et lourdes pour la société, notamment la banque va mettre en places des conventions¹¹ excessifs afin de se protéger au maximum.

Outre la participation au financement de l'opération LBO, la banque principale ou leader de la syndication de la dette senior, trouvera son intérêt également dans la réalisation de prêts annexes auprès de la société cible. Ces financements peuvent prendre la forme de prêt pour des investissements en immobilisations tels que les machines, aménagements, etc... L'objectif étant aussi de garantir la viabilité de la société d'exploitation (cible) afin de prévenir des difficultés futures au niveau de la holding.

VII. LES CONVENANTS

Lors de la mise en place d'un emprunt LBO par la banque, cette dernière doit s'assurer contre les risques puisque les montants prêtés sont très importants et l'opération de LBO relativement risqué. A ce titre, les banques mettent en place ce qu'on appelle des *Covenants* (clauses à l'acte de crédit), en effet, ce sont des clauses particulières qui permettent à la banque de garder un certain contrôle sur la gestion de la société. La BCE attache une importance particulière au maintien dans les actes de crédit de ces clauses protectrices pour les banques. Ces clauses sont classées selon 3 niveaux de protection :

- **Full covenant** : l'acte de crédit comprend au moins 3 covenants parmi les covenants habituels que l'on trouve dans les actes de crédit LBO, à savoir :
 - Plafond de levier d'endettement : $\text{EFN (Dette Nette)} / \text{EBITDA} < X$ (en général décroissant chaque année).
 - Ratio de couverture minimum des Frais Financiers ou « *Interest Cover Ratio - ICR* » : $\text{EBITDA} / \text{Frais Intérêts} > X \%$
 - Ratio de couverture minimum du Service de la Dette (ou DSCR) : $\text{Cash-flow} / \text{Service de la dette (Intérêts + remboursement du capital)} > X \%$

¹¹ Conventions : clause d'un contrat de prêt qui en cas de non-respect des conditions peut entraîner le remboursement anticipé de la dette senior. Voir lexique.

- Montant maximum d'investissements par an (ou « CAPEX » - *Capital Expenditure*) que la société cible pourra souscrire afin de ne pas se mettre en danger.

X étant définie entre les parties préalablement à la rédaction des actes.

➤ **Covenant loose** : présence des covenants ci-dessus plus des covenants « *incurrence-style* » c'est-à-dire des engagements de faire ou de ne pas faire. On peut retrouver dans ces clauses, les engagements suivants, la liste n'est pas exhaustive mais permet d'avoir une idée des engagements que les prêteurs de la dette senior peuvent exiger :

- **Les engagements de ne pas faire :**
 - Distribution de dividendes aux actionnaires de la holding.
 - Modification ou réduction du capital de la cible ou de la holding.
 - Endettement (bilan et hors bilan) et des investissements.
 - Opérations de croissance externe excessives.
 - Interdiction de consentir des garanties, de consentir des prêts et de souscrire des nouvelles dettes sans l'accord des prêteurs.
 - Interdiction de réaliser toute opération d'affacturage ou titrisation
 - Non-modification de l'activité (objet social, statuts, etc...),
- **Les engagements de faire :**
 - Fournir des données d'activités et financiers détaillés sur une périodicité définie (annuelle, semestrielle, trimestrielle, mensuelle, etc...).
 - Informer des faits importants (litige, contentieux, procédure collective, Evènement Défavorable Significatif, cas d'exigibilité anticipée potentiels..).
 - Affecter prioritairement au service de la dette senior toute distribution de dividendes par la société cible.

➤ **Covenant-lite** : seulement des covenants de type « *incurrence-style* », voir ci-dessus.

Ces clauses sont donc une manière de se protéger pour les banques contre les différents risques liés aux opérations de LBO. Cependant, les banques sont allées encore plus loin dans la prévention des risques liés aux LBO, en effet, elles ont transféré ces risques en utilisant la titrisation¹².

Lors des LBO vraiment significatifs en termes de montant de dettes, les banques font une titrisation de certaines de leurs créances, en pratique elles émettent des titres qui ont pour sous-jacent, pour ainsi dire, les créances sur les LBO qu'elles ont souscrit. Ces titres seront vendus sur les marchés financiers. Et c'est ainsi que, les risques liés aux opérations de LBO effectuées entre les banques et les investisseurs, se retrouvent dans des portefeuilles d'actifs potentiellement gérés par Monsieur '*tout le monde*'. Rappelons que la titrisation n'est pas un mal en soi, c'est seulement un outil de transfert de risque.

Cette pratique était utilisée pour les prêts *subprimes*¹³, c'est pour cela qu'une simple bulle immobilière a pu engendrer une crise financière mondiale en 2008. C'est tout le sujet de ce mémoire d'étudier ces risques et leur poids dans l'économie.

Au lendemain de cette crise, les régulateurs ont durci davantage les conditions d'octroi des crédits et ont obligé les banques à sur-garantir leurs prêts, notamment en rallongeant la listes des conventions.

Malgré ces initiatives, il y a tout de même des incertitudes sur ces opérations, la dégradation de l'environnement économique, l'abondance de liquidité, et l'accès aux crédits à des taux faibles jamais enregistrés, font resurgir des débats sur ces opérations, et peuvent éventuellement et très rapidement mettre les banques en difficulté.

¹² Titrisation : voir lexique

¹³ Les *subprimes* : voir lexique

CHAPITRE 3 – LA DETTE PRIVEE DES FONDS D’INVESTISSEMENT

VIII. LES FONDS D’INVESTISSEMENT

Comme alternatif au financement bancaire, il existe des fonds privés d’investissement qui investissent de l’argent pour compte propre ou bien pour compte de tiers. Ces fonds investissent l’argent de leurs adhérents ou bien empruntent pour se positionner sur une opération de LBO au niveau des dettes financières, plus particulièrement au niveau de la dette mezzanine.

Ces fonds d’investissement relèvent du domaine du *Private Equity*, en français le Capital Investissement. Les créances de ces fonds d’investissement dans les entreprises ne sont pas cotées, contrairement aux titres boursiers, pour cela elles sont qualifiées de dette privée. Les fonds d’investissement investissent sur un horizon plus large que les investisseurs boursiers, en effet, ils conservent leurs participations sur un horizon de 7 à 10 ans.

On retrouve dans ces fonds, les investisseurs institutionnels, des banques d’affaires, des fonds de pension, des fonds de dette souveraine, des *family office*¹⁴, etc... on les appelle communément les « *limited partners* ». La rentabilité de ces fonds est souvent au-dessus de la rentabilité de la bourse ou bien d’autres investissements, ces fonds permettent aux investisseurs de diversifier leur portefeuille. Bien évidemment, nous l’avons compris, ils comportent également un risque plus élevé, puisqu’ils investissent soit au capital, soit au niveau de la dette mezzanine.

Il existe aussi d’autres structures telles que BPI France qui procède aussi à des opérations de *Capital Transmission*. Les modalités d’intervention sont les suivants : BPI accompagne seulement les opérations au-delà de 150 000 euros, sans limitation de montant maximal. BPI entre au capital de la holding, la majorité des cas en tant qu’actionnaire minoritaires face aux repreneurs. Cependant, BPI ne se limite pas à une prise de participations, elle intervient aussi au niveau de la dette mezzanine comme les fonds d’investissement privés. En plus de

¹⁴ *Family office* : voir lexique

l'apport financier fait par BPI, elle apporte surtout un accompagnement managérial et un réseau professionnel, tout cela dans le but de contribuer au succès du LBO.

IX. LA DETTE MEZZANINE

La dette mezzanine est un financement qui se retrouve à mi-chemin entre les fonds propres et la dette bancaire dite senior. Ainsi, lorsque les banquiers ne peuvent prêter plus au vu des exigences d'exposition aux risques qu'elles doivent maintenir, et lorsque les repreneurs ne veulent ou ne peuvent pas apporter plus au capital afin de ne pas être lésés au niveau du levier financier, la dette mezzanine apparaît comme un très bon compromis et permet de concilier les deux. Ainsi, l'initiateur du LBO peut garder le contrôle de l'entreprise, tout en bénéficiant de financement autre que bancaire.

La dette mezzanine est en moyenne d'une durée comprise entre 7 et 10 ans, en effet, elle se rembourse une fois que la dette senior a été remboursée, on dit alors que la dette mezzanine est subordonnée à la dette senior, sans le remboursement de celle-ci, la dette mezzanine ne peut être remboursée. De ce fait, celle-ci comporte un risque plus élevé et donc logiquement une rémunération attendue plus importante également. Le remboursement peut se faire :

- soit en amortissement linéaire après le dernier remboursement de la dette senior.
- soit *in-fine*.

Concrètement qu'est-ce que la dette mezzanine ? Le plus souvent, elle prend la forme d'un emprunt obligataire. La holding procède à l'émission d'obligation souscrit par un fonds d'investissement, ou bien des banques d'affaire. Afin d'attirer les investisseurs sur ce type de financement, la holding propose très souvent des obligations convertibles, en effet, le créancier d'une telle obligation peut soit se faire rembourser la totalité de ses obligations ou bien de les convertir en actions et ainsi bénéficier de la plus-value au niveau du capital si l'opération a bien réussi.

On retrouve parmi les obligations convertibles les OBSA : Obligations à Bons de Souscription d'Actions. Par conséquent, cette dette se caractérise par un rendement élevé si l'opération

de LBO réussi mais aussi par un risque plus élevé si l'opération échoue, on obtient donc un coût de la dette mezzanine plus élevé que la dette senior. C'est ainsi, en acceptant de prendre plus de risque, que les fonds d'investissement peuvent prétendre à des taux de rentabilité plus élevé que des investissements dits traditionnels.

PARTIE 2 : II. LES RISQUES LIES AUX MONTAGES LBO ET LEUR POIDS

CHAPITRE 1 – LES RISQUES INHERENTS AUX OPERATIONS LBO

Le marché des LBO est un marché caractéristique : il est fortement influencé par les évolutions économiques, juridiques et fiscales. Les acteurs du marché sont des spécialistes en la matière et le réseau est bien tissé. Puisqu'il y a un niveau de risque élevé sur ces opérations, même dans les banques, lors des LBO relativement importants, des équipes spécialisées sont en charge du dossier.

Les sources et modes de financement des LBO ont beaucoup évolués après la crise financière. Il y a eu, notamment, une prise de conscience collective sur les bulles qui peuvent se créer, comme la bulle du marché immobilier américain. Du jour au lendemain, le monde s'est rendu compte que les prêteurs n'allaient jamais récupérer leurs investissements puisque les contreparties n'étaient pas ce qu'elles devraient être sur papier.

Ainsi, la réglementation s'est fortement accrue afin d'empêcher les banques et les fonds d'investissement de prendre trop de risque et de mieux garantir et couvrir leurs expositions. Pour comprendre ces mécanismes, nous allons dans cette section se familiariser avec les risques qui sont inhérents aux montages LBO.

Il y a bien évidemment des risques multiples comme dans toute opération financière, cependant, nous allons nous attacher à en énumérer les principaux sans être exhaustif, l'objectif étant d'appréhender les risques majeurs provenant d'une opération LBO.

Nous pouvons énumérer ces risques de la manière suivante :

- **Le risque économique** : c'est-à-dire le risque lié à l'activité de la société cible qui ne pourrait remonter assez de dividende afin de rembourser la dette de sa holding.
- **Le risque financier** : il s'agit de mesurer les agrégats financiers : a-t-on acheté l'entreprise cible beaucoup trop chère ?
- **Le risque juridique** : il s'agit principalement du risque lié au montage de la structure, comme par exemple plusieurs niveaux de holding.
- **Le risque fiscal** : les risques au niveau des impositions des sociétés.
- **Le risque managérial** : le risque lié à l'équipe dirigeante, réussira-t-elle à mener l'opération au succès ?

I. LE RISQUE ECONOMIQUE

Le risque économique peut se matérialiser de plusieurs manières, cependant ce que l'on peut retenir c'est qu'il est principalement lié à la société cible et à ses activités. Une économie conjoncturellement défavorable peut entraîner une baisse des ventes de la société cible, non pris en compte dans le prévisionnel du montage. A l'inverse, cela peut aussi entraîner une augmentation des coûts par les fournisseurs, ou bien de nouvelles charges non prévues.

La baisse des ventes ou bien l'augmentation des coûts ont un impact direct sur la capacité d'autofinancement, la CAF, et le résultat net de la société cible. Or dans un contexte de LBO, cette dernière doit dégager assez de trésorerie pour remonter des dividendes à sa holding. Si les difficultés sont ponctuelles et impactent simplement un exercice, il y n'aura pas de danger réel, l'entreprise pourra toujours payer avec ses réserves, cependant si des difficultés économiques persistent durant plusieurs exercices, le montage LBO sera en péril et la holding sera en faillite car elle ne pourra rembourser sa dette.

C'est exactement ce qu'il s'est passé lors de la crise financière de 2008, après une euphorie sur ces opérations, le marché s'est retourné, l'activité économique s'est contractée et nous avons assisté à des taux de croissance du PIB négatifs dans certains pays, ce qui a engendré une baisse de l'activité des entreprises. Celles qui étaient sous LBO n'arrivaient plus à distribuer des dividendes et par voie de conséquence leur holding ne pouvait rembourser leurs dettes.

Le risque économique est bien présent lors des montages LBO, puisque le remboursement de la dette se fait par la rentabilité de la société cible. Cependant elle est difficilement mesurable en amont, en effet, prévoir les tendances macroéconomiques qui vont influencer la société que l'on veut racheter, reste chose difficile. Il y a des facteurs macroéconomiques externes qui peuvent fortement influencer le compte de résultat d'une société d'exploitation.

Prenons, l'exemple d'une société de transports, l'un des postes de charges les plus importantes dans le compte de résultat est le carburant. Or, on ne peut prévoir à l'avance le

prix de ce dernier, une très forte remontée des prix peut considérablement rogner la marge et donc la trésorerie qui reste à la fin de l'exercice.

Pour résumer, le risque économique est présent dans chaque opération, puisqu'elle est la condition de la capacité à rembourser la dette. Elle est encore plus accentuée lorsque des facteurs macroéconomiques entre en jeu et affecte un ou plusieurs secteurs entiers. Comme c'était le cas en 2008, on peut assister à des défaillances de LBO en cascade.

II. LE RISQUE FINANCIER

Le risque financier concerne plus particulièrement le prix d'acquisition et l'analyse faite par les financiers de l'opération. Tout comme le risque économique, le risque financier peut entraîner le défaut de paiement de la dette, cependant ce n'est pas pour les mêmes raisons. L'inadéquation du montage peut provenir du prix d'acquisition qui est surévalué et donc la dette que doit rembourser la société cible est trop importante au vu des moyens qu'elle possède. Si le prix d'acquisition est élevé, nous aurons également une dette plus élevée (les investisseurs vont apporter le strict nécessaire).

On peut mesurer cette inadéquation par l'analyse des multiples : le multiple DETTE / EBITDA rapporte la dette à l'EBE, afin de mesurer en combien d'année la société cible, si elle consacrait toute son EBE au remboursement de la dette, peut rembourser celle-ci. Si le multiple se rapproche de 10, cela signifie que la dette est beaucoup trop importante face aux capacités de la société cible. Bien évidemment, cette approche doit être relativisée selon le marché dans lequel on se trouve. En cela le risque financier provient de l'incapacité de la société cible à rembourser une dette beaucoup trop importante, car la valorisation elle-même avait été trop élevée.

Comme dans l'exemple ci-dessus, d'autres facteurs financiers peuvent aussi être erronés, mettant en danger le montage tout entier. Une approche non prudente du business plan ou plan de financement prévisionnel, est une source de risque financier, comme par exemple des prévisions de croissance trop ambitieuses sur un marché mature, voir en déclin. Lors des phases de croissance globale de l'économie et avec des liquidités abondantes, l'analyse du

banquier ne sera pas aussi stricte qu'en temps de crise. Il est donc fort probable de retrouver des ratios trop élevés, des prix d'acquisition en croissance, dé-corrélée de l'activité de la société cible.

Dans le jargon on parle de 'trop charger la barque', à l'image d'une barque que l'on charge de poids et qui, si elle est trop chargée, risque de couler. La conséquence première de ce risque est que la société cible et la holding, n'ont pas de marge de manœuvre, en effet, à la moindre 'secousse' ou d'évènements non prévus, tout le plan de financement vole en éclat. Et même si la situation reste suffisante, au niveau de la société cible, nous serons en sous-investissement, puisqu'elle ne peut capitaliser ses résultats, tout est distribué à la holding et consacré au remboursement de la dette.

III. LE RISQUE JURIDIQUE

Le risque juridique provient directement du montage même du LBO. Dans le cas de montages trop offensifs, on peut assister à un risque d'abus de bien sociaux, autrement dit, le montage n'a pas d'objectif de développer la société, mais plutôt de profiter de sa trésorerie, de ses actifs ou de la revendre en pièces détachés. Dans les deux cas, les prêteurs peuvent être lésés, puisque la holding peut se déclarer en faillite et donc ne jamais rembourser ses créanciers, et les garanties pris sur la cible n'auront plus de valeur. Il faut penser à la GAP, garantie actif passif qui permet de se prémunir contre des éléments non prévu initialement sur un laps de temps donnée, en moyenne trois ans.

Nous avons là un cas extrême mais, il existe d'autres types d'abus : les investisseurs peuvent profiter de la cible en se servant dans ses réserves en la mettant en danger. Il y a bien évidemment des solutions contractuelles afin d'éviter ces cas de figures, mais elles restent relativement complexes et les parties prenants de l'opération ne sont pas des juristes, souvent ils font appel à des cabinets externes qui facturent très chère leur services ce qui en conséquence augmente le coût de l'opération.

IV. LE RISQUE FISCAL

Le risque fiscal est souvent intrinsèque au pays, c'est-à-dire il dépend du lieu d'établissement ou le pays du siège social de la holding ou de la société cible. Ainsi, dans le cas de la France, le levier fiscal qui consiste à opter pour l'intégration fiscale peut être remis en question par l'administration fiscale et donc la déductibilité des intérêts peut être revue.

Un des cas le plus souvent rencontré est le non-respect de l'amendement Charasse que nous avons vu dans la Parti I. Lors des LBO sans changement de contrôle effectif de la direction, c'est-à-dire dans le cadre de l'OBO, ou bien le chef d'entreprise qui transmet la société au nom de sa femme mais qui reste décisionnaire, l'administration reviendra sur les intérêts déduits et procédera à un rattrapage au mieux, et sanctionnera la société par des amendes et pénalités, au pire.

Au vue de la dette très élevé dans les opérations de LBO, les intérêts y référents sont aussi très élevés, et donc la non déductibilité des intérêts peut très vite avoir des incidences sur la CAF de la société cible en la diminuant, diminuant par la même occasion les dividendes qui vont servir au remboursement de la dette. A noter, ce n'est pas le risque le plus redouté sur les LBO

V. LE RISQUE MANAGERIAL

Le risque managérial a fait l'objet d'études que très récemment, au-delà du LBO, beaucoup de faillite d'entreprises ont été enregistrées suite à un changement de gouvernance. Selon les secteurs, le capital humain est mal mesuré par le marché, il y a dans chaque entreprise des hommes et femmes clés qui contribuent à son succès. Les financiers ne prennent que très peu pas en compte ce facteur dans les opérations de transmission, il suffit qu'un dirigeant soit remplacé, aussitôt les équipes sont moins productifs. Ceci a un impact direct sur les performances d'une société.

On affecte d'ailleurs souvent à tort une baisse d'activité à une conjoncture économique défavorable, c'est ce que nous avons vu dans le risque économique, cependant une partie de

la baisse de l'activité provient de la productivité des salariés. La gouvernance est donc un facteur très important dans la réussite du LBO et de ce fait il constitue un risque majeur dans les opérations de *Capital Transmission*.

Il y a un moyen très simple et ingénieux d'éviter ce problème, les financiers l'ont très bien compris, dans les opérations de rachat d'entreprise via LBO, ils donnent accès aux cadres dirigeants, à une petite part du capital, ainsi ils sont engagés aux côtés des actionnaires et sont donc motivé par la réussite de l'opération, puisqu'ils y ont un intérêt dorénavant. (voir figure 2).

Pour éviter ce risque managérial, des clauses de non-concurrence peuvent également être mises en place, aussi dans le but d'éviter une fuite d'information qui pourrait nuire à l'opération.

VI. D'AUTRES TYPES DE RISQUE

Outre les principaux risques que nous avons énumérés, il existe d'autres types de risque qui ont fait une mauvaise réputation aux LBO. Dans une partie des cas, une opération de LBO signifie une gestion plus stricte et des économies sur les coûts de l'entreprise, allant de revente en pièces détachés des activités non-stratégiques pour les nouveaux associés, jusqu'à des plans sociaux afin de baisser la masse salariale. Ces risques ne sont pas des risques pour les parties prenantes directes de l'opération, mais plutôt des risques pour l'emploi et l'image de la société.

CHAPITRE 2 – POIDS DU *CAPITAL TRANSMISSION* ET DES OPERATIONS LBO

Après avoir étudié le fonctionnement des opérations LBO dans le cadre du *Capital Transmission*, la question qui suit est : quel est le poids de ces opérations ? Ont-ils assez de poids et risquent-ils vraiment d'impacter le système financier ?

Nous allons analyser la dynamique du *Private Equity* en Europe et plus particulièrement en France, depuis la crise financière de 2008 à nos jours. Nous nous appuyerons sur les recherches et études de plusieurs cabinets et des organismes nationaux et internationaux afin de mesurer le poids effectif des LBO dans l'économie, puisque comme nous l'avons vu les risques sont bien réels mais ont-ils un poids significatif ?

VII. LES OPERATIONS DE PRIVATE EQUITY

Les opérations de Capital Transmission/LBO s'inscrivent dans un secteur plus large : le *Private Equity*. Il faut donc d'abord étudier le secteur dans son ensemble afin de comprendre plus particulièrement les évolutions des LBO en France et en Europe. Dans cette partie, nous allons analyser le marché européen et français des LBO en se basant sur les données statistiques de France Invest. France Invest est le nouveau nom de l'AFIC : L'association française des investisseurs pour la croissance, elle assure la promotion du *Private Equity* en France et fédère l'ensemble de la profession.

Témoin du poids grandissant du Capital-Investissement en France, elle regroupe la majorité des structures qui y opèrent. On compte parmi ces structures :

- Les sociétés de conseil
- Les sociétés de gestion
- Les sociétés de capital-risque (SCR)
- Les Fonds communs de placement à risque (FCPR)
- Les Fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI)
- Fonds d'investissement
- Fonds de fonds

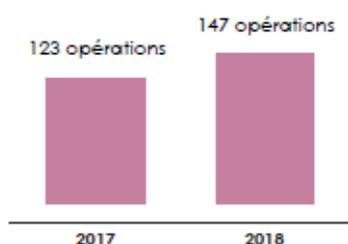
Outre ces sociétés et fonds, elle regroupe aussi des membres associés dans tous les secteurs annexes au *Private Equity* comme les avocats d'affaires, les experts-comptables, les commissaires aux comptes, les auditeurs, les banquiers, etc...

A noter, l'équivalent en Europe se nomme Invest Europe et fédère les associations nationaux.

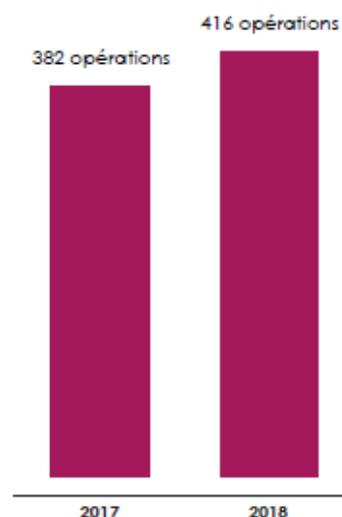
Une des premières conclusions que nous pouvons tirer des données de France Invest est que la France est le second marché européen du *Private Equity*, en effet, sur les 416 opérations réalisées en Europe, 147 ont été effectués en France. La première place est assurée par la Grande Bretagne, le marché du *Private Equity* y est très développé¹⁵.

En 2018, on constate une croissance du marché de 9% en Europe par rapport à 2017 en termes de nombres d'opérations effectués. L'analyse est la même pour la France, il y a bien une augmentation du nombre d'opérations en 2018.

NOMBRE D'OPÉRATIONS EN FRANCE



NOMBRE D'OPÉRATIONS EN EUROPE



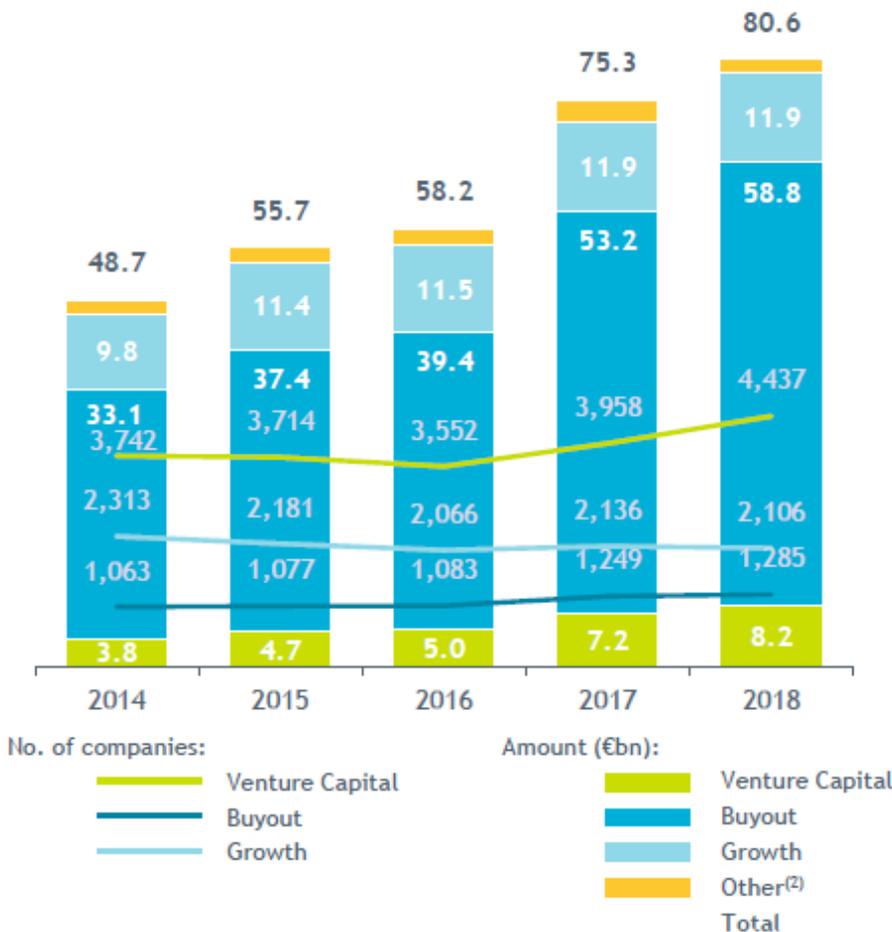
Source : France Invest 2018

Le graphique suivant décrit le poids du *Private Equity* en Europe en montant, et notamment l'évolution du marché LBO en Europe. Nous observons une très forte croissance de 77,6%

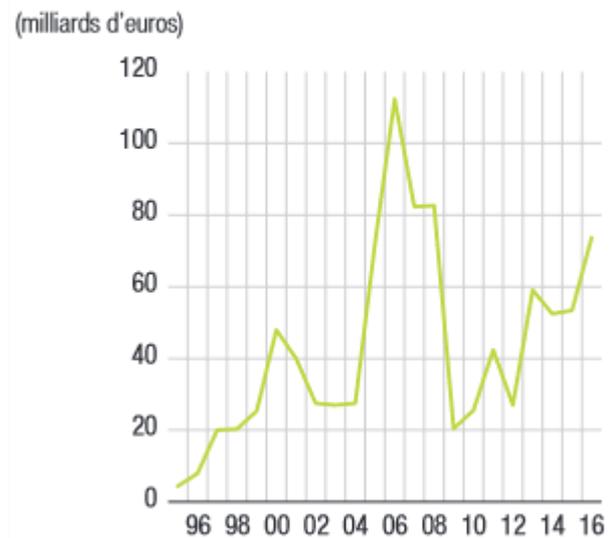
¹⁵ Voir Annexe 2

entre 2014 et 2018 du marché LBO, alors même que les autres segments du *Private Equity* restent stables.

Investments - Market statistics - Amount & No. of companies



Private equity (fonds levés en leveraged buy-out, LBO) en Europe

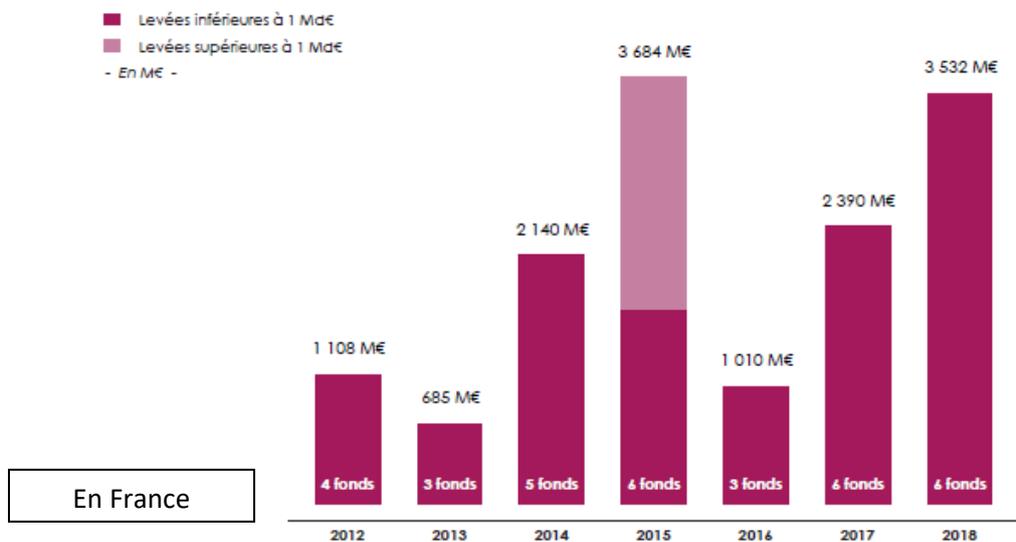


Sources : OCDE et Natixis.

Source : Invest Europe 2018 – Statistiques sur le Private Equity en Europe.

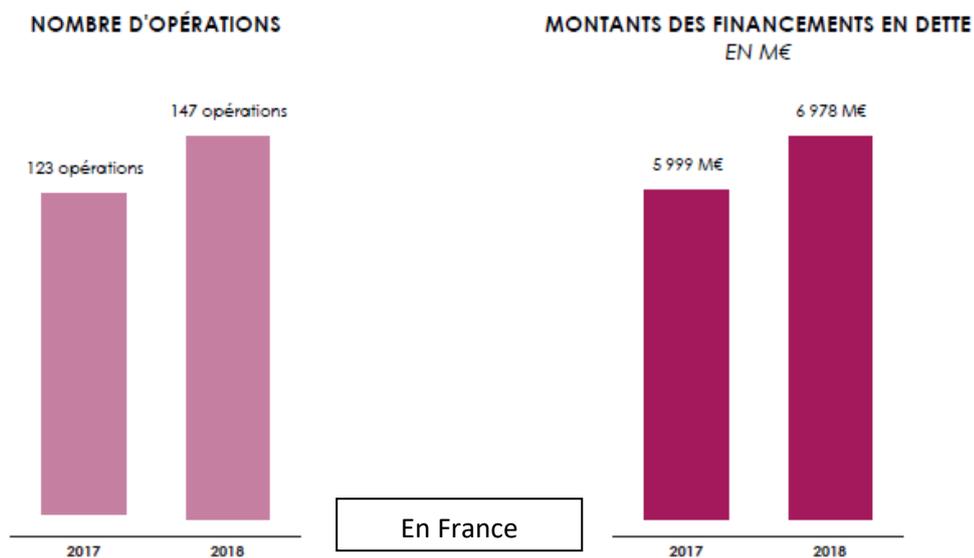
L'étude de France Invest est allée encore plus loin dans l'analyse, ainsi, on constate que les fonds d'investissement français ont levé 3.5 Milliards d'euros en 2018, soit une augmentation de 48% par rapport à 2017. Depuis 2012, les montants levés par les fonds d'investissement en France, ont triplé. Nous observons un pic en 2015, cependant l'analyse fine permet d'observer qu'il s'agit d'opérations exceptionnelles avec des montants supérieurs à 1 milliards d'euros. Ces montants levés vont permettre le financement des opérations de *Private Equity* et notamment des LBO.

Les levées de capitaux des fonds français de dette privée atteignent 3,5 Mds€ en 2018 (+48% vs. 2017).



Source : France Invest 2018

Progression des investissements en nombre (+20%) et en montants (+16%) en 2018.
Le montant moyen investi en 2018 est de 49M€ par opération (47M€ en 2017).



Source : France Invest 2018

Les fonds d'investissement ont investis environ 7 milliards d'euros en dette pour les entreprises, toutes opérations confondues dont les LBO, un chiffre en croissance de 16% par rapport à 2017. Nous observons donc une dynamique de croissance, aussi bien sur les nombres que sur les montants.

VIII. LES OPERATIONS DE CAPITAL TRANSMISSION/LBO

Afin de comprendre les évolutions dans le temps du poids du *Capital Transmission*, notamment depuis la crise financière, prenons les investissements de *Private Equity* réalisés en France en 2006, à la veille de la crise de 2008.

Investissements de <i>private equity</i> réalisés en France en 2006							
<i>(montants et taille moyenne d'investissements en milliers d'euros)</i>							
Stade de développement	Montant	%	Nombre d'investissements	%	Nombre d'entreprises	%	Taille moyenne d'investissements
Amorçage et création (a)	536 031	5	717	30	335	24	748
Développement (b)	1 056 965	11	758	32	481	35	1 393
Transmission/LBO	8 074 642	79	580	24	362	26	13 925
Retournement/redressement (c)	95 141	1	34	1	24	2	2 824
Rachat de positions minoritaires	117 475	1	99	4	66	5	1 186
Autres (d)	283 943	3	210	9	108	8	1 350
Total	10 164 197	100	2 398	100	1 376	100	4 239

(a) À partir de l'année 2000, les postes création et post-crédation ont été regroupés en une seule rubrique.
 (b) À partir de l'année 2005, le retournement/redressement est sorti de la rubrique développement.
 (c) À partir de l'année 2005, la rubrique retournement/redressement a été ajoutée.
 (d) À partir de l'année 2003, la rubrique autres a été ajoutée.

Source : AFIC 2006 (France Invest)

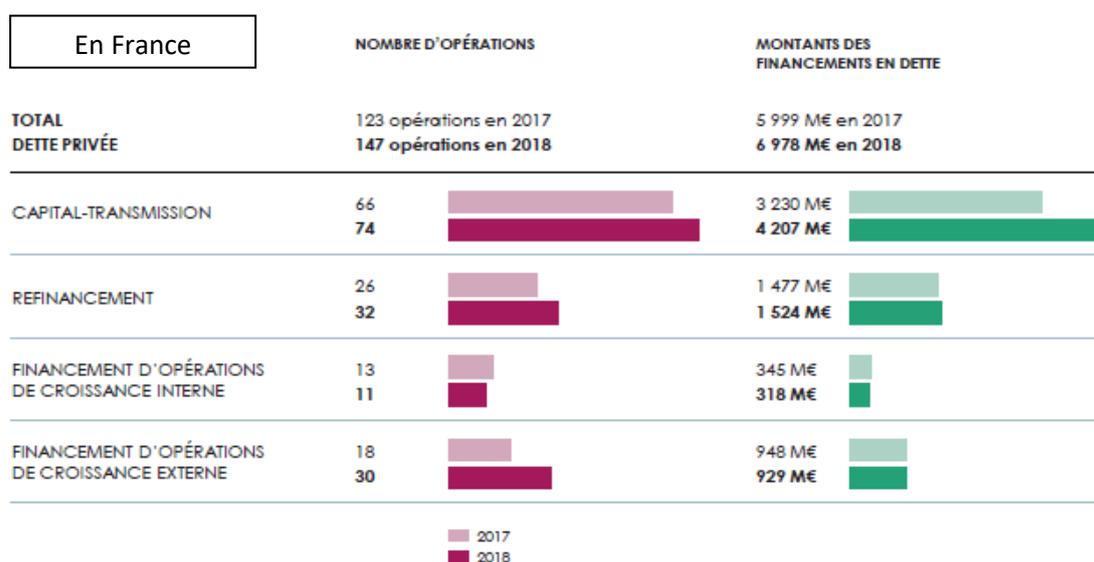
Un des enseignements que l'on peut tirer de ce tableau est que, sur le marché du *Private Equity*, les opérations de LBO représentaient en montant d'euros investis, environ 80%, soit plus de 8 milliards d'euros. Afin d'avoir un ordre d'idée, ce montant représentait environ 9% de la dette publique française qui s'élevait à 897 milliards d'euros en 2006.

Le segment 'Transmission/LBO' qui figure dans le tableau ci-dessus, a connu la plus grande croissance sur le marché du *Private Equity*, d'après France Invest, un taux de progression moyen annuel de 40 % sur la période 1996-2006. Dans ces conditions, on observe que lorsque l'on parlait de *Private Equity* en 2006, on parlait en réalité des opérations LBO, puisqu'elles constituaient la majeure partie de ce marché.

Où en sommes-nous aujourd'hui ?

Le poids relatif du segment du *Capital Transmission*, c'est-à-dire LBO, dans les opérations *Private Equity* a diminué. En effet, de 80% en 2006, à la veille de la crise financière, on est passé à 50% en 2018. Lorsque l'on parle de *Private Equity* en France, en réalité une opération sur deux concerne désormais les LBO.

Le capital-transmission concentre la majorité des opérations réalisées (50%).



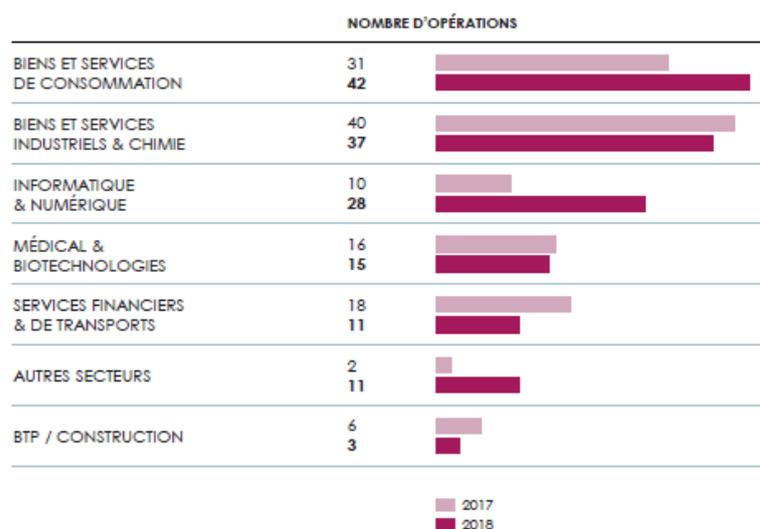
Source : France Invest

En 2006, à l'apogée des opérations de *Capital Transmission*, les montants étaient de 8 milliards d'euros, aujourd'hui ce segment ne représente que 52% de ce pic, soit 4.2 milliards d'euros. La crise financière a largement ralenti la croissance des LBO, en effet, nous avons des taux de croissance économique négatifs, impossible donc de miser sur une activité qui doit « se rembourser toute seule ».

Cependant, malgré cette chute brutale au lendemain de la crise, ce segment reprends petite à petite des forces.

Il est intéressant de voir la répartition des opérations LBO par secteur d'activités, ainsi, on observe une spécificité française, le secteur des biens et services de consommation concentre à lui seul, 29% des opérations de rachat par emprunt.

Le secteur des biens et services de consommation concentre 29% des opérations en 2018.



Source : France Invest 2018

Analyse de l'annexe 3 : Evolution du ratio EV/EBITDA

Selon ce tableau du cabinet de recherche *Epsilon Research*¹⁶, nous retraçons l'évolution du ratio EV/EBITDA de 2004 à 2019. Le ratio EV/EBITDA permet de connaître le rapport entre la valeur de l'entreprise et son EBITDA (EBE en français), autrement dit, combien de EBITDA il faudra afin de rembourser le prix d'acquisition, c'est un rapport très utile afin d'appréhender la structure d'un montage LBO. Un rapport EV/EBITDA supérieur à 10 signifie que l'entreprise est valorisée 10 fois sa marge bénéficiaire d'exploitation.

Sur la période 2004 – 2017, cet indice avait une croissance de 50%, à son apogée en 2007, il était de 9x. Il a ensuite chuté puisque nous l'avons vu, la crise financière est très néfaste sur l'activité des LBO et valoriser une société pendant une crise est très difficile.

¹⁶ Source : [Epsilon Research](#)

Aujourd'hui ce ratio a dépassé son niveau de 2007, et avoisine les 10.1x en 2019. Comme à la veille de la crise de 2008, ce ratio est très élevé et signifie que la valeur d'acquisition des sociétés faisant l'objet de LBO est de plus en plus importante, cela entraîne également l'accroissement de la dette nécessaire à l'effet de levier financier.

Pour résumer

On observe donc que les opérations de LBO avaient atteint un pic à la veille de la crise financière de 2008. En effet, la chute des opérations au lendemain de la crise, dû à une perte de confiance entre acteurs et une situation économique défavorable¹⁷ ont accentués le risque économique et tous les autres risques que nous avons vu en amont.

Depuis, le marché reprends peu à peu ses droits, avec une dynamique de croissance très importante sur les dernières années, les montants ne sont pas encore au niveau de ceux d'avant crise, cependant certains ratios ont dépassé leur niveau de 2008, laissant présager un marché instable à venir.

CHAPITRE 3 – SOMMES-NOUS DANS UNE BULLE LBO ?

Au moment de la rédaction de ce mémoire, la nouvelle concernant la mise en sauvegarde de la holding détenant le groupe Casino circule sur tous les médias. Le 23 Mai 2019, le groupe Casino décide de suspendre la cotation de ses titres à la bourse de Paris, suite à la chute de plus de 6% de sa valeur depuis le début de la journée. Cette chute fait suite à la baisse continue de la valeur de l'actif depuis le début du mois de mars 2019, en effet, le titre cotait plus de 47€ le 28 février 2019 et plus que 28 € le 23 Mai 2019 à l'ouverture, soit une baisse de plus de 40%.

Le groupe casino avait fait l'objet de plusieurs LBO, aujourd'hui on retrouve des holdings en cascade au-dessus de l'entreprise. Le cas Casino est un bon exemple de l'abus de rachat par effet de levier. Aujourd'hui, la holding est endettée autour de 3 milliards d'euros, la dette

¹⁷ Voir annexe 1

est détenue principalement par des établissements bancaires dont les plus grandes banques françaises. La baisse des résultats de Casino ne permet plus de faire face à la dette que doit payer la holding, la société a enregistré en 2018 une perte de plus de 50 millions d'euros, plongeant le groupe dans une situation très délicate face aux créanciers.

Deux types de scénarios peuvent être envisagés :

- Soit les créanciers acceptent le rééchelonnement de la dette afin de permettre à la société de rembourser plus aisément, ce qui permettrait aux propriétaires actuels de garder le contrôle.
- Soit les créanciers décident d'abandonner leur créance et de prendre le contrôle de la société en montant au capital.

La situation dans laquelle se retrouve le groupe Casino est exactement le scénario qui, s'il touche plusieurs grandes sociétés ayant subi des opérations de LBO, peut déstabiliser le système financier tout entier et par contagion l'économie mondiale.

Malgré une reprise lente et molle de la croissance en France et en Europe, on assiste à une dynamique importante autour des LBO. Le montant des transactions ne cesse d'augmenter et si la tendance se maintient, il atteindra les niveaux d'avance crise dans les années à venir.

Cependant, il y a fort à parier que certains facteurs limiteront le nombre de transactions des mégas-LBO (supérieur à 15 milliards de d'euros). Les conséquences de la crise financière de 2008, ont rendu les investisseurs et les banques plus prudents quant au déploiement de capital et de dette. La réglementation accrue sur l'effet de levier pour financer les LBO, a limité la capacité des banques à financer des opérations de LBO géants.

Les LBO actuels sont caractérisés par un risque plus élevé de crédit, en effet, les prix d'acquisitions sont sur une tendance haussière et entraîne donc une demande dette pour l'effet de levier, plus important qu'auparavant.

Les facteurs et tendances actuels sur le marché des LBO nous rappelle la situation de la période 2004-2007, une augmentation assez élevé des opérations LBO, des ratios tels que EV/EBITDA plus important etc...

Pour répondre à la question de cette partie : sommes-nous dans une bulle LBO ? Nous pouvons simplement affirmer que personne ne peut prévoir l'avenir, il y a un nombre incalculable de variables qui entrent en compte et dont le cerveau humain ne peut les analyser dans un ensemble cohérent. Il faut donc suivre de très près les tendances de ce secteur grâce au *Big Data* et à l'intelligence artificielle, notamment lorsque certains indicateurs et ratios dépassent des niveaux rencontrés lors des crises financières.

CONCLUSION

L'étape ultime de ce mémoire de fin d'étude sera ici de conclure sur l'objet de l'étude menée en amont. Ces recherches académiques sont l'aboutissement d'un Master Finance, spécialisé en Banque-Finance à Grenoble IAE.

Ainsi, nous avons étudié le montage d'une opération LBO, ce faisant nous avons observé qu'il y a un fort effet de levier impliqué dans cette opération, de plus, ces effets sont multiples : financier, juridique et fiscal. L'étude du montage nous a permis de voir qu'il n'y avait pas une mais plusieurs manières de faire une opération LBO, et il y a autant de manières qu'il y a d'imagination chez l'Homme. De la même manière, il y a des sorties pluriels après un LBO, selon la trajectoire que l'opération a pris durant son existence.

Nous avons aussi, par l'étude des acteurs du marché, compris qu'il y avait de nouveaux acteurs de plus en plus actifs au niveau de ces opérations. Les banques gardent toujours une implication légitime, du fait de leurs conseils et du financement bancaire apporté, cependant des financements alternatifs ont tendances à prendre de plus en plus de place sur le marché.

Dans l'analyse des risques, nous en avons cartographié les principaux et avons appréhendé leurs implications dans le système financier et économique. En capitalisant sur ce que nous avons vu précédemment, la mesure du risque semblait très pertinente et adaptée à la problématique. Par conséquent, nous avons épluché différentes études et recherches menées sur le sujet, afin de distinguer le poids effectif du marché LBO en Europe et plus précisément en France.

Plusieurs conclusions peuvent être émises :

- Après avoir connu une expansion importante, le marché LBO a fortement ralenti suite la crise financière de 2008. Le montant des opérations avait atteint son plus haut niveau. Des ratios EV/EBITDA supérieur à 9x avaient été observés.
- Après la crise, le marché du *Capital Transmission* est reparti à la hausse sur une décennie, toute en restant inférieur aux niveaux d'avant crise.

- Depuis les dernières années, la dynamique s'est accentuée autour des opérations de LBO. Le montant des opérations va, dans les années à venir, avoisiner les niveaux observés avant la crise financière. La valorisation des sociétés cibles atteint un record et dépasse même le niveau d'avant crise, avec un ratio de 10.1x observé en ce début d'année 2019.

Il y a donc une question légitime qui se pose sur les risques qu'engendrent ce type d'opération : Sommes-nous dans une bulle LBO ?

La défaillance des entreprises reste maîtrisée dans son ensemble et ne présage pas une éventuelle crise. Cependant, la situation actuelle a beaucoup de similitudes avec la situation d'avant crise, de plus, au moment de la rédaction de ce mémoire, un coup de tonnerre retentit chez le groupe Casino, qui est étouffé par sa dette, pris au piège par des opérations de LBO en cascade et une activité qui n'arrive plus à remonter assez de liquidités pour faire face aux remboursements.

Ainsi, ce marché doit faire l'objet d'une surveillance accrue dans les années à venir, à défaut de retomber dans une crise en perpétuel recommencement.

BIBLIOGRAPHIE

- France Invest. *ACTIVITÉ DES ACTEURS FRANÇAIS DU CAPITAL-INVESTISSEMENT*. 30ième Edition. 28 Mars 2019. Disponible sur le site internet France Invest.
- CMBOR. *British Library Cataloguing in Publication Data European Buy-outs Report Full Year 2014*. January 2015. Disponible sur le site internet CMBOR.
- Pierre BATTINI. AFIC (France Invest). *L'ANALYSE ET LA PREVENTION DES RISQUES, PREMIERE ETAPE VERS LA CREATION DE VALEUR DANS LES OPERATIONS LBO*. Article paru dans *LA REVUE DU FINANCIER* de février 2008.
- Nick WILSON and Mike WRIGHT. *Private Equity, Buy-outs and Insolvency Risk*. Article paru dans *Journal of Business Finance & Accounting*. 2013.
- Argos Wityu & Epsilon Research. *L'indice Mid-Market de la zone euro*. Disponible sur le site <https://argos.wityu.fund> et www.epsilon-research.com. Décembre 2018.
- Banque de France. *Les défaillances d'entreprises*. France. Mars 2019. Disponible sur Webstat Banque de France.
- Étude du Rapport annuel de la Commission bancaire. *Le système bancaire français face au risque Private Equity/LBO*. 2006. Disponible sur le site de la BCE.
- David Aikman, Bank of England. Andreas Lehnert, Federal Reserve Board. Nellie Liang, Federal Reserve Board. Michele Modugno, Federal Reserve Board. *Financial Vulnerabilities, Macroeconomic Dynamics, and Monetary Policy*. 2013.
- Katharina Lichtner. *LBO bubble, what bubble?* Edition: Palgrave Macmillan. 25th January, 2008.
- Xiaping Cao, Douglas Cumming, Jeremy Goh, Xiaoming Wang. *The impact of investor protection law on global takeovers: LBO vs. non-LBO transactions*. Publié dans *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*. 2018
- Michael Jensen. *Active Investors, LBOs, and the Privatization of Bankruptcy*. Publié dans *Journal of Applied Corporate Finance*. 2010.
- Ian A. Cooper and Kjell G. Nyborg. *Consistent valuation of project finance and LBOs using the flows-to-equity method*. Wiley European Financial Management. 2017
- JUDITH A. CHEVALIER. *Do LBO Supermarkets Charge More? An Empirical Analysis of the Effects of LBOs on Supermarket Pricing*. Publié dans *THE JOURNAL OF FINANCE*. Septembre 1995.

- Franck BANCEL. *Efficacité et légitimité du modèle LBO*. Revue Française de Gestion. 2009.
- Nicolas BEDU et Jean Etienne PALARD. *L'impact des LBO sur la défaillance des entreprises. Le cas des cibles françaises (2000-2010)*. Finance Contrôle Stratégie. 3 Novembre 2016.
- Patrick Navatte. *LA NOUVELLE DÉMOGRAPHIE DES LBO ET DE L'INDUSTRIE DU PRIVATE EQUITY*. Publié dans Revue française de gestion. 2018.
- Arman Kosedag, Sabanci University and David Michayluk, University of Rhode Island. *Repeated LBOs: The Case of Multiple LBO Transactions*. University of Nebraska—Lincoln. 2004.
- José-Miguel GASPAR. *The Performance of French LBO Firms: New data and new results*. Finance Department, ESSEC Business School. 11 Octobre 2012.

SITOGRAPHIE

- La jaune et la rouge. *Le Capital risque dans la reprise de société en LBO* [En ligne]. Disponible sur : <<https://www.lajauneetlarouge.com/le-capital-risque-dans-la-reprise-de-societe-en-lbo/>> (consulté le 13 Mars 2019).
- Culture Banque. *Financement LBO* [En ligne]. Disponible sur : <<https://www.culturebanque.com/credit-financement/financement-lbo/>> (consulté le 16 Mars 2019).
- Vernimmen. *Les LBO* [En ligne]. Disponible sur : <http://www.vernimmen.net/ftp/Chapitre_50.pdf> (consulté le 27 Avril 2019).
- La Tribune. *La BCE alerte les banques contre le risque LBO* [En ligne]. Disponible sur : <<https://www.latribune.fr/archives/2007/IDFFC347E5D498C1F2C12572C2002F5546/la-bce-alerte-les-banques-contre-le-risque-lbo.htm>> (consulté le 27 Avril 2019).
- Service Public. *Qu'est-ce qu'un LBO (Leverage buy out) ?* [En ligne]. Disponible sur : <<https://www.service-public.fr/professionnels-entreprises/vosdroits/F31713>> (consulté le 11 Avril 2019).
- La finance pour tous. *LBO* [En ligne]. Disponible sur : <<https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/marches-financiers/produits-financiers/lbo>> (consulté le 11 Avril 2019).
- Investir Les Echos. *Qu'est-ce qu'un LBO ?* [En ligne]. Disponible sur : <<https://investir.lesechos.fr/dossiers/les-autres-operations/qu-est-ce-qu-un-lbo-161785.php>> (consulté le 11 Avril 2019).
- BPI France. *Fonds d'investissement Bpifrance Capital Transmission* [En ligne]. Disponible sur : <<https://www.bpifrance.fr/Toutes-nos-solutions/Fonds-d-investissement-Bpifrance-Capital-Transmission>> (consulté le 11 Avril 2019).

LEXIQUE

- **Amendement Charasse** : (article 223 B du CGI) est un dispositif anti-abus qui vise à empêcher la création d'un effet de levier artificiel par la réalisation d'une « acquisition à soi-même ». Autrement dit, il n'y a pas de levier fiscal dans les OBO.
- **TRI, Taux de rentabilité interne** : est un indicateur qui permet de mesurer la rentabilité d'un investissement. Il permet d'actualiser les flux futurs de chaque investissement et de les comparer entre eux.
- **IPO, Initial Public Offering** : désigne la première introduction en bourse d'une société. Avant une IPO, une société est considérée comme privée car ses actions ne sont disponibles qu'aux investisseurs impliqués dès la création ou la reprise. Après une IPO, l'acquisition d'actions est ouverte au grand public.
- **Obligations convertibles en actions** : Une obligation est un titre de créance émise par une société pour se financer. On parle d'obligations convertibles en actions lorsque le titre de créance est assorti de la possibilité, pour le souscripteur, d'échanger l'**obligation** en **actions** de la société ayant émis l'obligation.
- **Due diligence** : désigne un ensemble de vérifications fait par l'investisseur ou par un auditeur pour le compte de l'investisseur, sur une société afin de s'assurer de la réalité économique des documents contractuels.
- **Convenants** : clause d'un contrat de prêt entre la banque et l'investisseur qui prévoit un ensemble d'engagement de la part de l'investisseur de faire ou de ne pas faire, ceci dans le but d'éviter les abus et de garantir l'emprunt accordé.

- **Titrisation** : processus consistant à transformer des actifs non liquides en titres négociables. Utilisée en ALM, la titrisation permet à une banque de transférer le risque qu'elle possède dans son bilan. Le risque est ainsi transféré et partagé avec d'autres acteurs.

- **Les subprimes** : créances hypothécaires avec une qualité médiocre qui ont contribué à la crise financière de 2008.

- **Family office** : désigne un fonds d'investissement qui a été fondé par un ancêtre et dont les héritiers continuent l'activité pour le compte propre de la famille. Avec la croissance de la taille, assez souvent, les FO sont revendues à d'autres fonds.

- **Remboursement *in-fine*** : désigne le remboursement d'une dette à l'échéance contractuelle, autrement dit, le débiteur ne rembourse la dette qu'à la fin de la durée prévue, contrairement aux dettes amortissables. Dans la majorité des cas, le débiteur ne paie que les intérêts pendant la durée du prêt.

TABLES DES ANNEXES

ANNEXE 1 : CROISSANCE DU PIB ET DE L'EMPLOI DANS LA ZONE EURO..... 56

ANNEXE 2 : LES OPERATIONS DE LBO PAR PAYS, EN NOMBRE DE 2010 A 2014 (SOURCE : CMBOR) 57

ANNEXE 3 : INDICE ARGOS MID-MARKET, EVOLUTION DU MULTIPLE EV/EBITDA EN EUROPE..... 58

ANNEXE 4 : MONTANTS INVESTIS EN *PRIVATE EQUITY* EN FRANCE 59

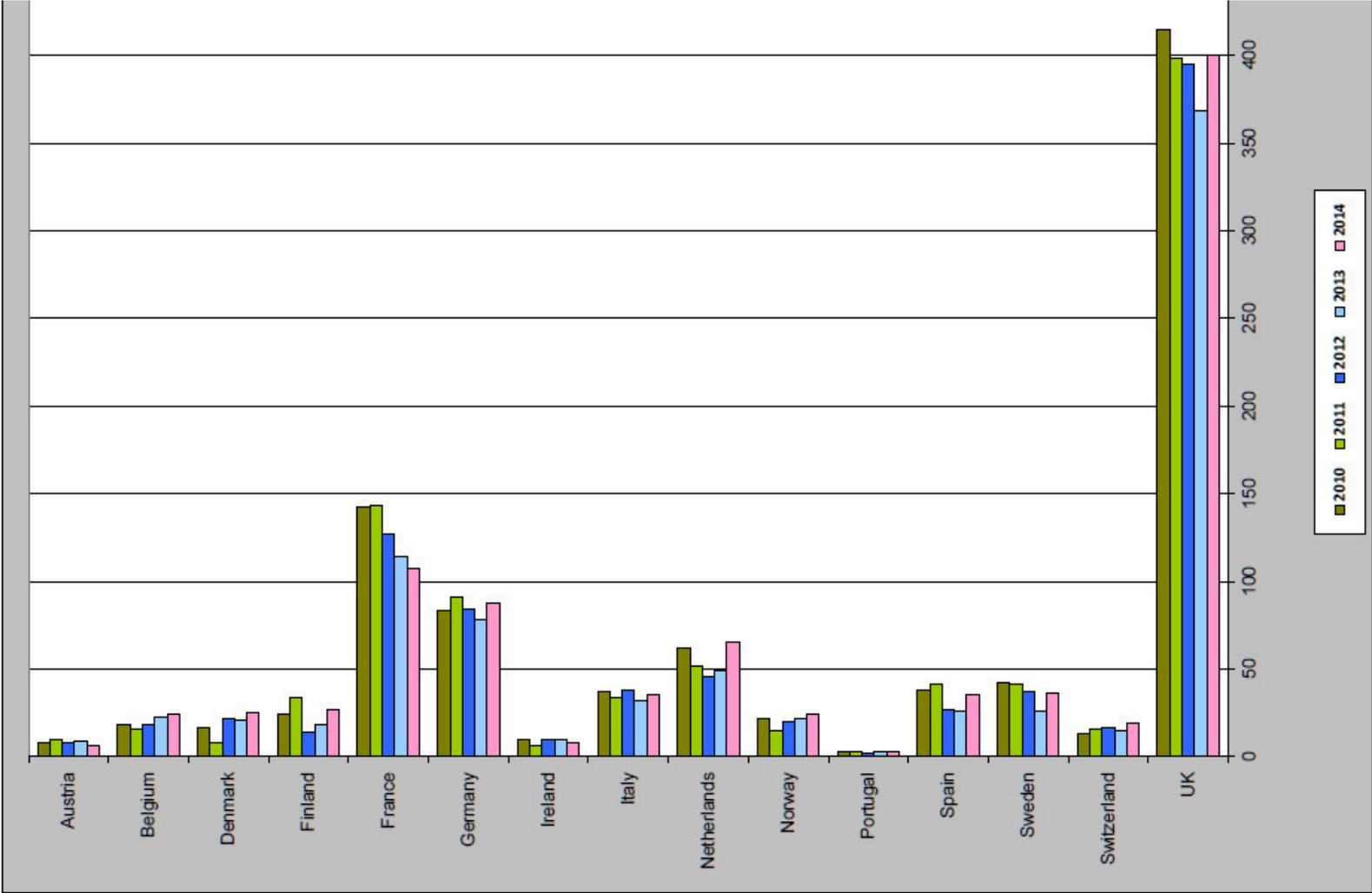
ANNEXE 5 : REPARTITION DES MONTANTS INVESTIS PAR SEGMENT DU *PRIVATE EQUITY*..... 60

ANNEXE 1 : CROISSANCE DU PIB ET DE L'EMPLOI DANS LA ZONE EURO



Sources : Datastream, BEA, BLS, Eurostat, BCE et Natixis.

ANNEXE 2 : LES OPERATIONS DE LBO PAR PAYS, EN NOMBRE DE 2010 A 2014 (SOURCE : CMBOR)

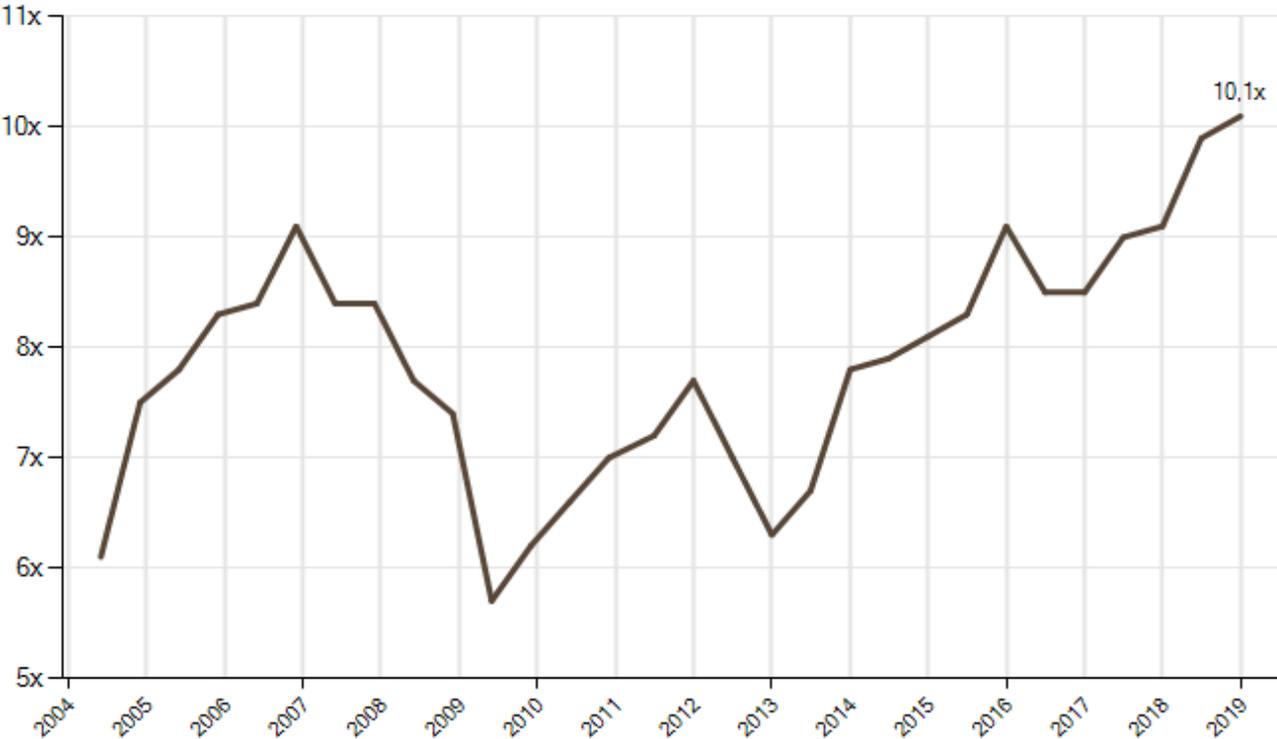


Source: cmbor/Equistone Partners Europe/EY

ANNEXE 3 : INDICE ARGOS MID-MARKET, EVOLUTION DU MULTIPLE EV/EBITDA EN EUROPE

Indice Argos Mid-Market

Evolution du multiple EV/EBITDA historique, 6 mois glissants

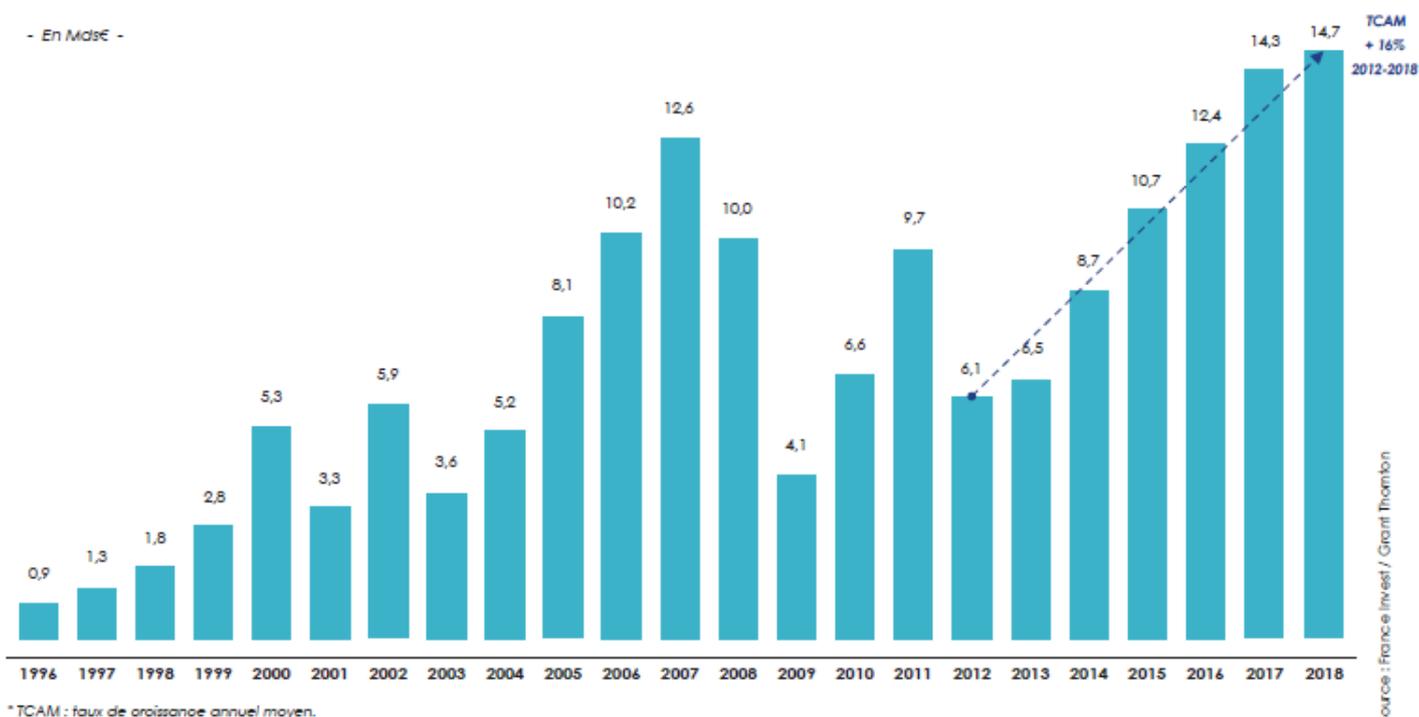


Source: Epsilon Research / Indice Argos Mid-Market

— Indice Argos Mid-Market

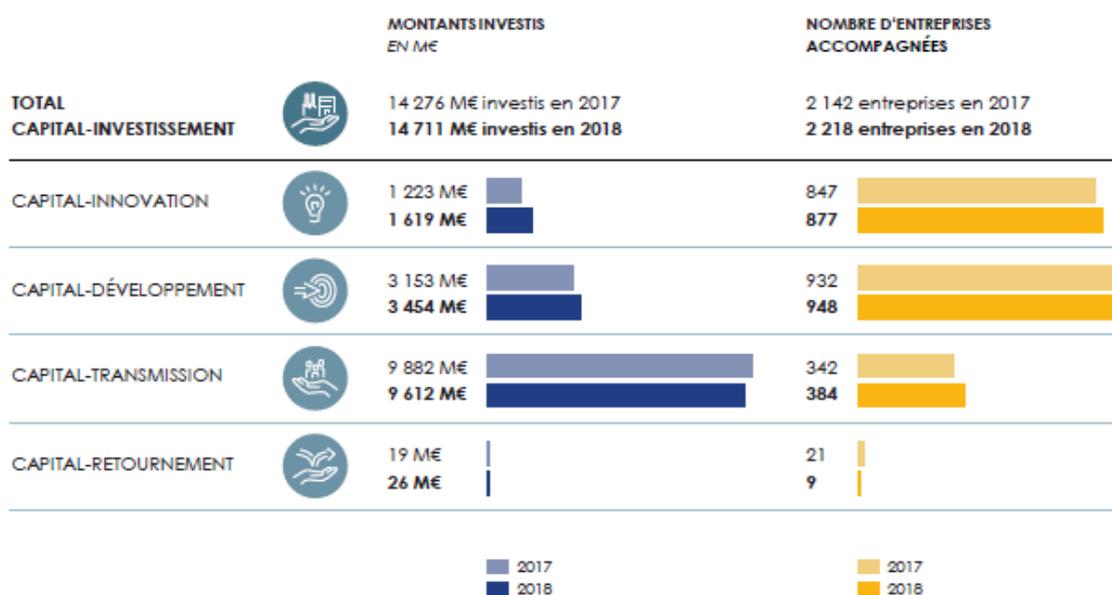
ANNEXE 4 : MONTANTS INVESTIS EN PRIVATE EQUITY EN FRANCE

Les montants investis continuent de progresser (TCAM* de +16% entre 2012 et 2018).



ANNEXE 5 : REPARTITION DES MONTANTS INVESTIS PAR SEGMENT DU PRIVATE EQUITY

Les investissements, en nombre d'entreprises, augmentent sur tous les segments (excepté en capital-retournement).



Source : France Invest / Grant Thornton

Tables des matières

AVANT-PROPOS.....	7
INTRODUCTION	10
PARTIE 1 : FONCTIONNEMENT D'UN INVESTISSEMENT LBO	12
CHAPITRE 1 – LA TECHNIQUE DU LBO	13
I. Le montage LBO.....	13
II. L'effet de levier.....	16
III. Différentes formes de LBO	18
IV. Les sorties possibles après un LBO	20
CHAPITRE 2 – ROLE DES BANQUES SUR LE MARCHE LBO.....	22
V. Les Banques	22
VI. La dette senior	23
VII. Les conventions	25
CHAPITRE 3 – LA DETTE PRIVEE DES FONDS D'INVESTISSEMENT	28
VIII. Les fonds d'investissement	28
IX. La dette mezzanine.....	29
PARTIE 2 : II. LES RISQUES LIES AUX MONTAGES LBO ET LEUR POIDS.....	31
CHAPITRE 1 – LES RISQUES INHERENTS AUX OPERATIONS LBO	32
I. Le risque économique	33
II. Le risque financier	34
III. Le risque juridique	35
IV. Le risque fiscal	36
V. Le risque managérial	36
VI. D'autres types de risque.....	37
CHAPITRE 2 – POIDS DU <i>CAPITAL TRANSMISSION</i> ET DES OPERATIONS LBO	38
VII. Les opérations de Private Equity	38
VIII. Les opérations de Capital Transmission/LBO	42
CHAPITRE 3 – SOMMES-NOUS DANS UNE BULLE LBO ?	45
CONCLUSION	48
BIBLIOGRAPHIE.....	50
SITOGRAFIE	52
LEXIQUE.....	53
TABLES DES ANNEXES	55