



**HAL**  
open science

# L'efficacité des montages LBO justifie-t-elle les risques y étant associés ?

Maxime Rétif

## ► To cite this version:

Maxime Rétif. L'efficacité des montages LBO justifie-t-elle les risques y étant associés ?. Gestion et management. 2020. dumas-02992096

**HAL Id: dumas-02992096**

**<https://dumas.ccsd.cnrs.fr/dumas-02992096v1>**

Submitted on 19 Mar 2021

**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



**L'efficacité des montages LBO  
justifie-t-elle les risques y étant  
associés ?**

**Présenté par : RETIF Maxime**

**Entreprise d'accueil : Caisse d'Épargne Rhône  
Alpes – 116 Cours Lafayette 69003 LYON**

**Date d'alternance : du 06/09/19 au 20/06/20**

**Tuteur entreprise : BRIAND Martin**

**Tuteur universitaire : SANFILIPPO Gilles**

**Master 2 en Alternance  
Master Finance  
Parcours Banque et Finance  
2019 - 2020**



**CAISSE D'ÉPARGNE**  
**RHÔNE ALPES**

Mémoire de stage/ de recherche

# L'efficacité des montages LBO justifie-t-elle les risques y étant associés ?



Présenté par : **RETIF Maxime**

Entreprise d'accueil : **Caisse d'Épargne Rhône Alpes – 116 Cours Lafayette, 69003 LYON**

Date de stage : **du 06/09/19 au 20/06/20**

Tuteur entreprise : **BRIAND Martin**  
Tuteur universitaire : **SANFILIPPO Gilles**

**Master 2 en Alternance**  
**Master Finance**  
**Parcours Banque et Finance**  
**2019 - 2020**





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 rentre dans le cadre de l'obtention du diplôme de Master de Grenoble IAE, en Banque et Finance. L'idée de ce mémoire émerge d'un constat établi au sein du centre d'affaires grands comptes de la Caisse d'Épargne Rhône Alpes, où les opérations de LBO, de plus en plus courantes chez les grands groupes, font l'objet d'une aversion au risque décroissante.

La rédaction et la préparation de ce travail soulèvent un sujet d'actualité aux influences grandissantes dans le monde de la finance. Alors que les opérations de LBO viennent de réaliser deux années records tant en termes de volumes que de montants, la crise du coronavirus fait ressurgir les douloureux souvenirs du passé, notamment la précédente crise financière de 2008 qui avait totalement éteint ce modèle.

Élaboré à la fois en période d'expansion et de récession économique, ce mémoire s'intéressera aux multiples enjeux de ces montages, au travers de son efficacité et de ses risques. La vocation de cette étude n'est nullement d'avoir un avis tranché sur la problématique, mais de dissenter sur un modèle qui fait débat au sein de notre société. A l'heure d'une nouvelle crise économique sans précédente, intéressons-nous à ce modèle fascinant qui séduit autant qu'il n'inquiète.

# SUMMARY

This thesis is part of the accomplishment of Grenoble IAE Master's degree in Banking and Finance. The idea of this thesis emerges from the observation made within the large corporate department of Caisse d'Épargne Rhône Alpes, where the LBO, which are increasingly common among large groups, are the subject of less and less risk aversion.

The writing and preparation of this work raises a highly topical issue with growing influences in the world of finance. While LBO's just completed two record years both in terms of volume than amount, the coronavirus crisis brings back painful past's memories, especially the previous financial crisis of 2008 which had completely extinguished this model.

Developed both in economic expansion and recession period, this thesis gets focused in all the challenges of this model, through its efficiency and its risks. The purpose of this study is not to have a clear opinion on the problem, but to discuss a model that is highly debated in our society. At the time of an un precedented economic crisis, let's dive in this fascinating model that appeals as much that alarms.

**MOTS CLÉS** : Leveraged Buy Out (LBO), Private Equity, Effet de levier, Fonds d'investissement, Covenants, Valorisation, EBITDA, Syndicat bancaire, Capital Investissement et Transmission.

# SOMMAIRE

<b>AVANT-PROPOS .....</b>	<b>7</b>
<b>INTRODUCTION .....</b>	<b>10</b>
<b>PARTIE 1 : - NATURE, FONCTIONNEMENT ET PERFORMANCE DES MONTAGES LBO.....</b>	<b>12</b>
CHAPITRE 1 – CADRE THEORIQUE DES MONTAGES LBO .....	13
I.        Un modèle récent au service de la croissance des entreprises.....	13
II.       Le fonctionnement et la réalisation des montages lbo .....	21
CHAPITRE 2 – LES RAISONS PERMETTANT L’EFFICACITE DE CES MONTAGES.....	40
I.        Les avantages compétitifs des fonds LBO.....	40
II.       La question de la performance .....	46
<b>PARTIE 2 - LES RISQUES, LIMITES ET DIFFICULTES DES MONTAGES LBO .....</b>	<b>54</b>
CHAPITRE 3 – RISQUES ET LIMITES ASSOCIES AUX MONTAGES LBO .....	55
I.        Les risques liés à la financement à effet de levier.....	55
II.       Identification des risques liés aux montages LBO .....	57
III.      Risques de crédit, de marché, de souscription et de réputation .....	63
CHAPITRE 4 – LES DIFFICULTES ET CONTRAINTES INDUITES PAR CES MONTAGES.....	67
I.        Les principales causes de difficultés des opérations de LBO .....	67
II.       Un mécanisme faillible .....	70
III.      Un mécanisme d’incitation pour les managers.....	75
IV.      Ouverture : La position du LBO au sein de la crise économique du COVID-19 .....	79
<b>CONCLUSION .....</b>	<b>80</b>

## AVANT-PROPOS

### *Présentation de la Caisse d'Épargne Rhône Alpes (CERA)*



Les Caisse d'Épargne comptent parmi les plus anciens établissements bancaires français. La première, fondée par Benjamin Delessert en 1818, vient de fêter ses 200 ans. La CERA est aujourd'hui filiale du groupe BPCE<sup>1</sup> depuis la fusion des 17 Caisses d'Épargne et des 18 Banques Populaires.

Groupe bancaire coopératif et second groupe bancaire Français, BPCE est détenue à 50% par les 18 banques populaires et à 50% par les 17 caisses d'épargne, elles même détenues par plus de 9 millions de sociétaires. Les Caisses d'Épargne, dont la CERA, sont détenues par les sociétaires via les sociétés locales d'épargne (SLE).

Banque coopérative universelle régionale, la CERA exerce tous les métiers de la banque au sein de la région Rhône-Alpes, présente sur 5 départements :

- Ain
- Isère
- Rhône
- Savoie
- Haute-Savoie

La CERA est également implantée en Suisse suite à la création de sa filiale Banque du Léman, à Genève et Lausanne.

En quelques chiffres, la CERA représente :

- 1 628 300 clients
- 518 000 sociétaires
- 3 000 collaborateurs
- 290 agences
- 6 centres d'affaires

Au sein de la CERA, nous distinguons deux unités de développement commercial.

La banque de détail, en charge de la clientèle particuliers et professionnels, et dirigée par M. Frédéric MARTIN, membre du directoire.

La banque de développement régional, en charge de la clientèle entreprises, et dirigée par M. Didier BRUNO, membre du directoire.

---

<sup>1</sup> Banque Populaire Caisse d'Épargne



### Présentation de la banque de développement régional :

Mes missions, effectuées au sein du centre d'affaires grandes clientèles, s'ancrent au sein du réseau banque de développement régional.

Composée de 171 collaborateurs, la banque de développement régional s'organise autour de trois filières : Clientèles, Hyperia Finance et Offres & Solutions.

La *filière clientèles* se sépare en trois pôles :

- *Les entreprises* : PME, ETI, grands groupes nationaux et filiales de groupes internationaux, des start-ups et des entreprises sous procédure.
- *Les professionnels de l'immobilier* : promoteurs, lotisseurs, investisseurs et marchands de biens.
- *L'économie locale* : collectivités locales, associations, établissements de santé, organismes de logement social.

La *filière Hyperia Finance* se sépare également en trois pôles :

- Conseil haut de bilan
- Financements structurés
- Gestion de fortune

Enfin, la *filière Offres & Solutions* vient apporter son expertise sur les sujets :

- Flux
- Caution
- International
- Assurance
- Salle des marchés
- Affacturage
- Crédit-bail
- ...

L'activité de la banque de développement régional s'articule autour de six centres d'affaires, répartis sur l'ensemble du territoire :

- Centre d'affaires Grandes Clientèles (Lyon, siège social)
- Centre d'affaires Rhône (Saint-Priest)
- Centre d'affaires Isère (Grenoble)
- Centre d'affaires Savoie (La Motte-Servolex)
- Centre d'affaires Haute-Savoie (Seynod)
- Centre d'affaires Pays de l'Ain (Bourg-En-Bresse)

Présentation du lieu de mon alternance à la CERA :

J'ai effectué mon alternance au sein du centre d'affaires grandes clientèles, situé au 35<sup>e</sup> étage du siège social de la CERA, au 116 Cours Lafayette à Lyon. Sur ce même étage, nous retrouvons également les collaborateurs de la filière Offres & Solutions.

Le centre d'affaires grandes clientèles est dirigé par M. Martin BRIAND, à l'origine de la création de ce centre d'affaires en février 2013. Le centre d'affaires est composé de huit collaborateurs : cinq chargés d'affaires, un directeur adjoint, un directeur et un alternant.

Ce centre d'affaires segmente sa clientèle autour des sociétés et groupes de sociétés dont le chiffre d'affaires est supérieur à 100 millions d'euros.

Le centre d'affaires compte aujourd'hui plus de 750 comptes pour 130 relations, et un taux de pénétration de 25% en Rhône-Alpes, sa zone de chalandise.

## INTRODUCTION

En Janvier 2020, le président de la République française annonce sur Twitter « *Faire croître les PME pour qu'elles deviennent des ETI, les ETI pour qu'elles deviennent des grands groupes. C'est la bonne stratégie. Et pour cela, j'ai besoin de vous.* ». Des études<sup>2</sup> réalisées par l'Association Française du Capital Investissement et le célèbre cabinet Ernst & Young, vantent les mérites des opérations à effet de levier, qualifiées de vecteur indéniable de croissance pour les PME et les ETI, avec une amélioration des résultats, des synergies ou encore des soutiens à la R&D, faisant croître la valeur des entreprises. Les atouts du LBO séduisent les pouvoirs publics dans le soutien qu'ils souhaitent apporter à la consolidation des sociétés, et à travers elle, à la croissance du pays.

En Avril 2012, François Hollande annonce sa volonté de réglementer la pratique du *Leveraged Buy-Out* (LBO) afin de « *la réserver exclusivement aux salariés et aux cadres de l'entreprise* ». Il décrit cette pratique comme un processus au cours duquel « *un groupe financier vient, reprend pour une somme modique les capitaux d'une entreprise, et se rémunère en empruntant et en se faisant rembourser ses emprunts par les bénéfices de l'entreprise* ».

Ici nous comprenons que la question de la pratique du LBO divise, avec d'un côté, une défiance généralisée à l'encontre des opérations de LBO, et de l'autre, une pratique aux multiples atouts, permettant la création de valeur.

De cette division naît la problématique de ce mémoire « *l'efficacité des montages LBO justifie-t-elle les risques y étant associés ?* ».

Depuis la fin des années 1970, les LBO font constamment l'objet de critiques et d'interrogations quant à leur rôle dans le financement des sociétés. Les échecs probants et médiatisés de ces montages, notamment avec le fonds d'investissement KKR, révèlent les risques impliqués par ce modèle, avec des endettements parfois très conséquents et des risques de défaillances mal considérés. Ces risques cristallisent les craintes ainsi que les suspicions de la société envers cette forme d'acquisition, sans pour autant entraîner un amoindrissement de son utilisation, induite par son efficacité. En effet, les opérations ont le vent en poupe depuis la fin de la crise des subprimes avec deux années records, 2018 et 2019, tandis que l'année 2020 était présagée, jusqu'à l'apparition du COVID-19, comme l'année de tous les records pour le private equity.

---

<sup>2</sup> **France Invest, Ernst & Young (12 décembre 2019)** : *Création de valeur dans les pme ET les ETI françaises (...)* par les acteurs français du capital investissement.

L'ensemble de ces éléments font des LBO des opérations autant critiquées qu'utilisées, nous amenant aujourd'hui, au travers de cette étude, à mettre en lumière les coulisses de ce montage, en nous positionnant tant sur leur efficacité que sur leurs risques.

Souvent résumées comme un mécanisme simple, les opérations de LBO sont le recours à un endettement, souvent élevé, pour financer l'acquisition afin de bénéficier de l'effet de levier de la dette. Pourtant, cette définition dissimule toute une complexité que nous étudierons dans une première partie, afin que nous puissions comprendre précisément les raisons permettant l'efficacité de ce montage. De ce cadre théorique découlera l'appréhension de l'efficacité de ces montages, comprenant notamment une étude des sociétés PME et ETI sous LBO au sein du centre d'affaires Grands Comptes de la Caisse d'Épargne Rhône-Alpes.

En vue de répondre à notre problématique, nous appréhenderons, dans une seconde et dernière partie, les risques, limites et difficultés induites par ces montages, afin de pouvoir corréler degré d'efficacité et degré de risque. Dans l'illustration de la défiance à l'encontre des LBO, partagée par les syndicats de travailleurs et certains patrons, nous aborderons un éventail d'aspects théoriques illustrés par des faits concrets, résultants de mon expérience au sein du centre d'affaires. A ces éléments s'ajouteront des physionomies pratiques issues de faits avérés, permettant de donner du poids aux risques induits par ces montages financiers.

De cette volonté naît ce mémoire, scindé entre efficacité et risque, prenant en compte des éléments théoriques comme pratiques dans le but de générer une présomption propre de la réponse à la problématique dans l'esprit du lecteur.

**PARTIE 1 :**

-

**NATURE, FONCTIONNEMENT ET PERFORMANCE DES MONTAGES LBO**

## CHAPITRE 1 – CADRE THEORIQUE DES MONTAGES LBO

### I. UN MODELE RECENT AU SERVICE DE LA CROISSANCE DES ENTREPRISES

#### A. *La genèse du LBO*

L'origine des LBO reste récente, nous faisant remonter dans les années 1970, aux États-Unis, décennie marquée par une conjoncture économique défavorable et des performances déclinantes de la part des grandes firmes présentes sur le territoire Nord-Américain, générant une remise en cause tant de leur notoriété que de leur management.

Les chocs pétroliers combinés à l'inflation ont raison des performances des entreprises américaines avec un double effet néfaste, la baisse des marges de ces mêmes sociétés et le relèvement des taux d'intérêt, qui va diriger les investisseurs vers des titres obligataires, plus intéressants que les actions<sup>3</sup>. Aussi la concurrence Japonaise fait rage et entraîne une diminution des parts de marchés pour les entreprises américaines.

Le mode organisationnel où les managers disposent d'un pouvoir colossal est à l'époque considéré comme contre-productif par les théoriciens, conduisant, dans les années 1980, à de profondes modifications des systèmes organisationnels de ces structures, afin de remédier à ces performances en déclin. Les économistes affirment enfin que les montages LBO se sont développés indirectement grâce aux travaux de Michael C. Jensen, qui réalisa des études à la fin des années 1980 et début des années 1990.<sup>4</sup> (notamment 1986, 1989 et 1991).

La décennie 1980 est également marquée par la popularité grandissante des opérations de fusions-acquisitions, popularité directement liée au démantèlement des modes organisationnels dominants considérés comme des « empires pour les managers », comme souhaitée par les théoriciens. Cette vague grandissante de fusions-acquisitions va alors agir en faveur d'une émergence des fonds d'investissement et notamment des fonds de private equity, spécialisés dans la transmission et le rachat de sociétés.

La genèse des tout premiers fonds de LBO, dans les années 1970 aux États-Unis, est souvent associée au succès de la première firme de private equity spécialisée dans le LBO, connue sous le nom de KKR<sup>5</sup>.

---

<sup>3</sup> Shin & Fligstein, 2008

<sup>4</sup> Michael Jensen réalisa des études sur la finance et sa gouvernance, la « finance organisationnelle » ainsi que la théorie positive de l'agence.

<sup>5</sup> Kohlberg, Kravis et Roberts

Par la suite, les années 1980 seront celles de l'émergence rapide des fonds de LBO, avec des tailles modestes au début des années 1980, des investissements en fonds propres d'environ 30% du montant de la dette senior, contractée auprès des banques. Le succès rapide de ces opérations sera enfin accéléré par la mise à disposition des junk bonds<sup>6</sup> par la BFI Drexel Burnham Lambert au milieu des années 1980. Les junk bonds permettant aux fonds d'investissement de pouvoir acquérir de grandes entreprises avec des fonds propres limités.

Au plus la popularité du modèle grandit, au plus les sociétés cibles sont grandes. Pour donner un ordre d'idée, en 1980, les acquisitions des entreprises cotées uniquement représentent 1 milliard de dollars, contre 60 milliards en 1988<sup>7</sup>. Pour le private equity et les entreprises privées, le montant des acquisitions par LBO était de 240 milliards de dollars entre 1984 et 1989.

Enfin, le développement des LBO a été facilité par une conjoncture institutionnelle jugée favorable. L'amendement de la loi ERISA<sup>8</sup> en 1978 a permis d'accorder l'autorisation des investisseurs institutionnels à investir dans des actifs risqués favorisant la croissance du marché des junk bonds, et la dérégulation du marché bancaire, ce qui permettra de faciliter la réalisation d'opérations LBO avec de la dette subordonnée sous forme de junk bonds.

Finalement, la fin du premier âge d'or des montages LBO prendra fin lors de l'effondrement du marché des junk bonds, lié aux défauts de crédits, et principalement ceux des entreprises ayant fait l'objet d'un montage à effet de levier de type LBO.

### *B. Les différentes formes de LBO*

Avant toute chose, la technique de LBO désigne une opération d'acquisition d'une société cible, réalisée par le biais de la création d'une société holding, qui reçoit les apports et souscrit une dette pour financer l'acquisition. Le remboursement du financement sera assumé par la suite par la société cible, objet de l'acquisition, au travers de ses flux financiers versés à la société holding.

Avec comme thème général le rachat par effet de levier, ou Leveraged Buy Out, il existe de multiples variantes afin de pouvoir définir précisément l'opération réalisée.

---

<sup>6</sup> Titres de dettes spéculatifs, avec un risque de crédit élevé, pour un rendement élevé. Son risque de crédit est supérieur à ceux des subprimes. Le terme junk bonds est considéré comme la dette mezzanine utilisée dans les LBO des années 1980.

<sup>7</sup> Selon les travaux de Kaplan et Stein, 1993

<sup>8</sup> Employee Retirement Income Security Act

i. **LMBO, LMBI et BIMBO**

Le **Leveraged Management Buy Out** (LMBO ou MBO) désigne une acquisition d'une société, en LBO, par sa direction. La plupart du temps, ces opérations résultent d'une vente de la société cible, provoquée par une succession, un désinvestissement, ou bien une réorganisation actionnariale. Ils sont donc initialisés au sein de l'entreprise.

Nous pouvons illustrer cet exemple au travers d'une industrie.

Lorsqu'un site de production ne correspond plus au champ d'expertise d'un groupe, ce dernier peut décider de vendre cette unité à ses dirigeants ou cadres, plutôt qu'à des personnes externes au groupe, dans un but de pérennité par exemple.

Une holding sera constituée avec les dirigeants et cadres, éventuellement associés à d'autres investisseurs. Les deux éléments essentiels pour la réussite d'un LMBO sont la société cible et l'équipe dirigeante. Pour un rachat par les salariés, nous parlons de RES (Rachat de l'Entreprise par les Salariés).

Le **Leveraged Management Buy In** (LMBI) désigne l'acquisition d'une société, en LBO, par un ou plusieurs dirigeants-repreneurs extérieurs à l'entreprise, et qui sont éventuellement eux-mêmes associés à un investisseur financier. Contrairement au LMBO, ici, l'opération est initialisée par les repreneurs, en dehors du cadre de l'entreprise, qui vont déposer une offre sans obtenir la certitude d'une vente par le dirigeant.

Ici, une nouvelle équipe managériale sera donc mise en place avec des dirigeants extérieurs, contrairement au LMBO.

L'élément essentiel pour la réussite d'un LMBI est l'équilibre résultant de la relation entre la société cible et l'association repreneurs/investisseurs.

Le **Buy In Management Buy Out** (BIMBO) désigne l'acquisition d'une société, en LBO, par un ou plusieurs dirigeants-repreneurs extérieurs, en association avec des cadres de l'entreprise.

En somme, ce montage s'apparente à une opération hybride entre LMBO et LMBI, avec un rachat à la fois en interne et en externe, et toujours avec éventuellement un investisseur financier.

Il est à noter que ces opérations sont vouées à être réalisées dans un but de pérennité et d'indépendance de la société, en apportant des moyens pour son développement et pour renforcer sa position économique dans son marché.



## ii. Opérations hybrides : LBU, OBO, LBO secondaire et MEBO

Le **Leveraged Build Up** (LBU) désigne une stratégie de développement, par croissance externe, en partant d'une entreprise acquise sous LBO. Ici, l'entreprise sous LBO va procéder à des acquisitions d'autres sociétés, par croissance externe, afin de créer des synergies, industrielles ou stratégiques. Les acquisitions de type Build Up étant généralement financées avec de la dette, ces dernières entraînent généralement la mise en place de financements seniors complémentaires, destinés à financer tout ou partie des opérations de croissances externes anticipées.

L'**Owner Buy Out** (OBO) désigne une opération dans laquelle l'actionnaire d'une entreprise apporte une partie de ses titres en constitution du capital d'une holding d'acquisition, et vend l'autre partie à cette même holding. On désigne également ces opérations comme des « ventes à soi-même ».

Ici, l'actionnaire (le vendeur) va financer la partie cédée par un financement bancaire et/ou l'entrée au capital d'un nouvel actionnaire. Il restera majoritaire après l'opération. Au-delà de la réalisation d'une partie de son patrimoine (réalisation limitée par l'abus de droit) cette opération peut permettre au vendeur de réorganiser l'actionnariat dans une optique, par exemple, de transmission familiale, pour faire monter des cadres, des managers, des salariés...

Une absence de changement de contrôle dispose l'opération sous l'amendement Charasse<sup>9</sup> et limite voire supprime la déductibilité des charges financières supportées par les membres du groupe. Ces charges financières étant notamment les intérêts du financement senior et subordonné.

Le **LBO Secondaire** désigne une opération d'acquisition en LBO d'une société elle-même déjà sous LBO. En somme, cela consiste en l'acquisition, par une nouvelle holding d'acquisition (Newco), des titres d'une précédente holding d'acquisition (Oldco).

Après un LBO, trois voies de sortie sont préférées :

- La revente
- L'introduction en bourse (IPO)
- Le LBO secondaire, voire tertiaire, quaternaire... etc.

Une autre variante est le **Management and Employees Buy Out** (MEBO), qui désigne une opération dans laquelle les employés comme les managers apportent des fonds propres. Ces opérations restent très rares et assimilables au RES étudié plus haut.

---

<sup>9</sup> Du nom de l'ancien ministre du budget en 1992

### *C. Les motivations liées aux LBO*

La question que nous sommes à même de nous poser est la suivante : Comment les fonds d'investissement peuvent-ils proposer des prix aussi élevés dans la réalisation d'un LBO, tandis qu'une acquisition par un industriel serait plus cohérente en termes de synergies commerciales et/ou industrielles ?

La première motivation est la création de valeur générée par l'effet de levier, en réduisant l'impôt payé et en multipliant la mise de départ.

La seconde est liée aux managers, dans le cadre de l'arrivée de nouveaux managers, ces derniers laissent suggérer un dynamisme nouveau permettant le redressement ou le développement de la cible par le biais de gain de productivité.

Dans le cadre où l'on conserve le management historique, on constate que ces derniers sont particulièrement motivés car ils sont généralement intéressés au capital et donc à la plus-value, au-delà de la motivation intrinsèque liée à la mise sous tension du lourd endettement pesant sur le groupe. Ils vont ainsi gérer le plus efficacement possible l'entreprise.

La troisième est le fait de réduire ses coûts d'agence permettant au final une création de valeur. La gouvernance est différente, ce n'est pas un family office, une entreprise cotée, ou filiale d'un groupe. Ici ce que l'on recherche par-dessus tout sera les meilleures performances possibles, et surtout des performances supérieures à celles des concurrents. Les études académiques, initiées par Robert Samuel Kaplan, ont démontré que les entreprises sous LBO atteignaient ces objectifs de performances et affichaient même une croissance supérieure à la moyenne de celle des entreprises des secteurs, et que malgré les à priori, étaient créatrices d'emplois.

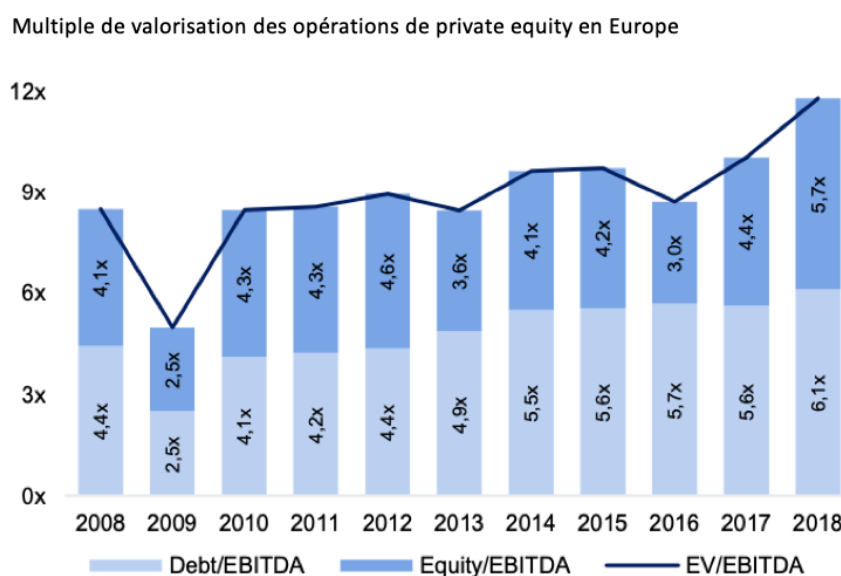
Enfin, nous constatons que les études sur les LBO et ses performances témoignent que pour la majorité, la création de valeur par le différentiel supérieur de performance pour un fonds LBO est comparable à un portefeuille boursier en actions.

Il est à noter que les LBO améliorent la fluidité des marchés, car les fonds offrent des contreparties à des industriels qui pourraient ne pas en avoir, ou qui souhaiteraient restructurer leur portefeuille d'activité.

## D. Le marché du LBO

Selon les statistiques de la fin des années 2000, le marché européen du LBO est dominé par le Royaume-Uni, qui représente près de 20% des parts de marché, avec un montant estimé à 150 milliards d'euros<sup>10</sup>. Entre 1996 et 2004, les valorisations sont, elles, passées de 12,5 à 30 milliards d'euros. La croissance du marché du LBO en Europe a surtout été permise par une forte augmentation des valeurs, plutôt que du nombre d'opérations.

Après la crise de 2008 ayant entraîné un arrêt temporaire de ces opérations de LBO, la croissance du marché sera retrouvée en 2015 avec toutefois une mesure moindre en comparaison avec la première décennie du 21<sup>e</sup> siècle. Il a également été constaté une sensible augmentation du montant des prix d'acquisition des cibles, au fur et à mesure du temps avec des multiples d'EBITDA<sup>11</sup> qui aujourd'hui s'établissent en moyenne, en Europe, à plus de 11x l'EBITDA, comme l'illustre le tableau ci-dessous.



Source : Morningstar pitchbook, AMF

Figure 1 : Évolution des multiples de valorisation des opérations de private equity en Europe

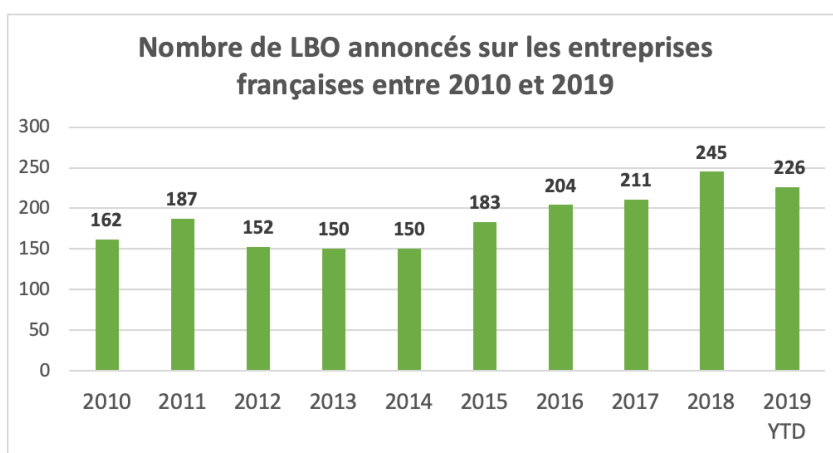
Il est à noter que la BCE, en 2016, voulait que les opérations LBO avec des multiples supérieurs à 6x l'EBITDA soient qualifiées « d'exceptionnelles » car cela soulevait des inquiétudes avec le remboursement souvent à 5/7 ans de ces montants.

<sup>10</sup> Selon Bancel, 2009

<sup>11</sup> Earnings before interest, taxes, depreciations and amortizations – Résultat d'exploitation ayant subi des ajustements

L'engouement pour les opérations de levier provient également du fait qu'il y ait une abondance d'offres de financement de la part des prêteurs et de faibles apports de fonds propres de la part des fonds d'investissement.

Pour rentrer plus en détail, dans l'Hexagone, selon Capital Finance, l'année 2018 constitue jusqu'à présent l'année la plus fertile avec plus de 245 opérations annoncées, un niveau d'activité jamais observé en France, le record de 2007 ayant été largement battu. En 2019, ce chiffre maintien des niveaux certes inférieurs mais très élevés à hauteur de 226 opérations annoncées (au 10/12/2019), ce qui reste le second millésime le plus actif de tous les temps pour les opérations de LBO en France.



Source : Capital Finance ; 10 décembre 2019

Figure 2 : Nombre de LBO annoncés sur les entreprises françaises entre 2010 et 2019

Au-delà de ces éléments, le marché est marqué par une forte appétence pour le risque de la part des investisseurs, suscitant l'inquiétude des régulateurs avec la crainte d'une bulle financière liée aux opérations de LBO. Les standards de souscription sont mouvants avec des taux toujours plus faibles et la croissance du nombre de montages avec des ratios détériorés (notion de gearing, couverture des taux d'intérêt, marge d'EBITDA...). Il est évident qu'aujourd'hui, le marché du LBO est influencé par les conditions du marché bancaire et la prédisposition au financement, c'est-à-dire la facilité à lever de la dette pour financer des opérations qui ont eu pour effet d'accroître les prix des cibles.

Concernant les encours des financements privés, nous pouvons clairement identifier sur les graphiques ci-dessous la prépondérance du private equity (3 410 milliards de dollars en 2018), et en particulier la croissance du LBO (1 740 milliards de dollars en 2018). Ces éléments traduisent essentiellement le contexte actuel avec des taux d'intérêts très bas, ainsi qu'une véritable recherche de rendement par les investisseurs institutionnels.

Encours mondiaux et européens d'actifs sous gestion en private equity (milliards de dollars)

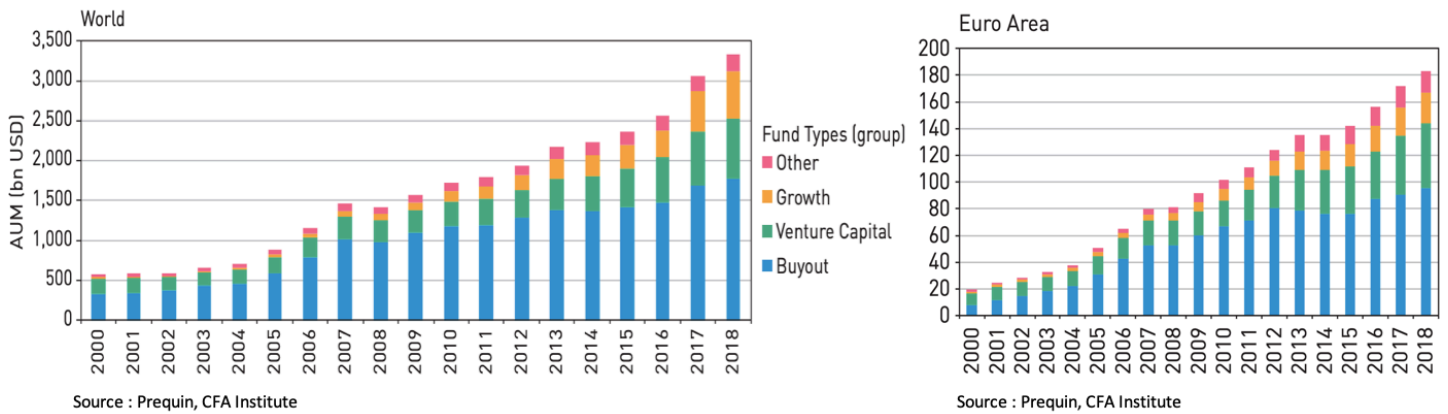
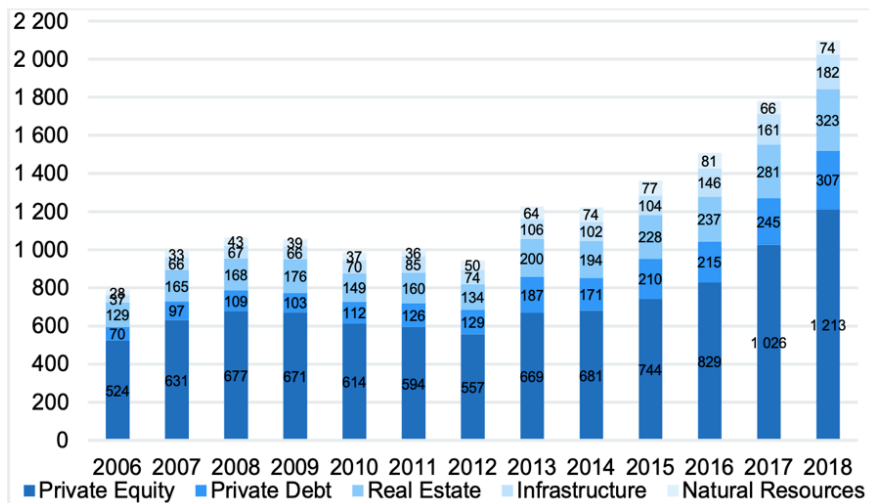


Figure 3 : Encours mondiaux et européens d'actifs sous gestion en private equity

Nous constatons enfin que les montants de liquidités disponibles pour l'investissement (dry powder<sup>12</sup>) ont crû à 1 213 milliards de dollars début 2019. En réalité, malgré la croissance perpétuelle des multiples de valorisation des cibles, qui détiennent des niveaux historiques, ce dry powder exerce une pression supplémentaire à la hausse des prix d'acquisition. Il est à noter que, selon Bain & Company, sur ces 1 213 milliards de dollars, les fonds de LBO disposent de près de 700 milliards de dollars de capitaux non investis.



Source : AMF

Figure 4 : Montant global des liquidités à investir (dry powder)

<sup>12</sup> Poudre sèche

## II. LE FONCTIONNEMENT ET LA REALISATION DES MONTAGES LBO

### A. Principes et mécanismes faisant l'intérêt d'une opération de LBO

Dans la finance, le levier est ce mécanisme permettant de multiplier son investissement bien au-delà de ses apports, et également au-delà des multiples de rendement que l'on retrouve dans des placements financiers communs. Les montages financiers de type LBO, c'est-à-dire l'acquisition d'une société par effet de levier, s'appuient ainsi sur de multiples leviers, avec comme objectif la maximisation de son rapport résultat sur investissement.

Dans le cadre des LBO, nous distinguons quatre leviers principaux, à savoir :

- Le levier financier ;
- Le levier fiscal ;
- Le levier juridique ;
- Le levier social.

#### i. L'effet de levier financier

Dans le cadre d'un LBO, la société cible faisant l'objet de l'acquisition est financée, pour sa majorité, par un recours à l'emprunt. Cet emprunt donne lieu à un remboursement, qui sera réalisé par les fonds dégagés par la société acquise, ou par la vente de ses actifs. Attention toutefois, ce principe peut différer quelque peu suivant les pays où le LBO est réalisé. En France par exemple, la loi interdit le remboursement d'une dette d'acquisition par appréhension des actifs de la cible, ou par constitution de garantie établie sur ces mêmes actifs. De fait, les remboursements ne peuvent alors prendre leur origine qu'avec les cash-flow de la cible, c'est-à-dire la rentabilité dégagée par cette dernière.

D'une façon plus mathématique, nous pouvons matérialiser l'effet de levier sous la relation suivante :

$$R_{fp} = R_a + \frac{D}{FP} \times (R_a - C_d)$$

Avec :

- **R<sub>fp</sub> = Rentabilité des fonds propres** ; c'est-à-dire la rentabilité de l'investissement pour l'acquéreur.
- **R<sub>a</sub> = Rentabilité de l'actif** ; c'est-à-dire le rapport :

$$\frac{\text{Résultat de la cible}}{\text{Prix de l'acquisition (sans prise en compte des frais financiers)}}$$

- $\frac{D}{FP} = \frac{\text{Dettes}}{\text{Fonds Propres}}$  ; c'est-à-dire la part de l'acquisition en endettement du financement de l'acquisition.

- **Cd = Coût de la dette** ; c'est-à-dire le coût, net d'impôt, qui équivaut à  $(1 - \text{taux IS}) \times \text{taux moyen de la dette}$ . Ce dernier tient compte de l'économie d'impôt liée au régime de l'intégration fiscale.

Ici nous pouvons scinder la formule en deux parties :

D'une part  $R_a$ , la rentabilité de l'actif, qui est indépendante au montage. En effet, celle-ci repose sur le prix payé pour l'acquisition, du pourcentage de détention, et des capacités de distribution de la société acquise.

D'autre part, le produit  $D/FP \times (R_a - C_d)$  constitue l'effet de levier du montage.

En effet,  $C_d$  est une fonction de l'appréciation du risque par les banques, et de la taille de l'opération.

Un montage peu tendu avec une dette bancaire à 2% aura un coût de la dette de  $(1 - 28\%) \times 2\% = 1,44\%$ .

Un montage plus tendu, avec :

- 10% de fonds propres
- 50% de dette bancaire à 2%
- 40% de dette mezzanine à 6,5%

Le taux moyen de la dette sera de 3,6% soit un coût net de 2,6% ; soit un écart non négligeable représentant un multiple de 1,8.

#### Les déterminants de la rentabilité d'une opération à effet de levier

Le premier déterminant est le taux de rendement interne (TRI) dégagé par l'opération. Ce dernier est généré par :

- L'affectation des free cash-flow de la cible avec le remboursement de la dette d'acquisition.
- La réalisation d'une plus-value au moment de la cession de la cible par l'investisseur.

L'élément clé de l'effet de levier financier est l'utilisation des cash-flow de la société acquise afin de rembourser la dette contractée pour l'acquisition de cette même entreprise.

Trois éléments constituent ce cash-flow et se trouvent dans les états financiers, au sein du tableau de flux de trésorerie :

- Le **cash-flow d'exploitation**, issu de la rentabilité d'exploitation et de la variation du besoin en fonds de roulement (BFR)
- Le **cash-flow d'investissement**, issu des investissements et/ou désinvestissements réalisés.
- Le **cash-flow de financement**, issu principalement de la variation de l'endettement

La somme de ces trois cash-flow génère la variation de trésorerie de la société rachetée, qui permet d'estimer le montant utilisé au financement du rachat. Une trésorerie excédentaire permet d'alléger la charge d'endettement en facilitant le remboursement.

Il est à noter que la rentabilité d'une opération peut varier du simple au double par le seul jeu de levier. En effet, moins l'investisseur mobilise de fonds propres, plus il peut économiser ses ressources dans le but d'investir dans d'autres opérations à effet de levier.

Enfin, un dernier élément concerne l'amortissement du capital de la dette. Car au-delà des frais financiers à payer, les cash-flow de la société sont également affectés à ces amortissements (si amortissements il y a).

Nous constatons aujourd'hui que de très nombreuses opérations sont en remboursement full in-fine<sup>13</sup>, où le capital est ainsi remboursé en totalité à la fin de l'opération, au bout de 5, 7, 10 ans voire plus.

Nous verrons par la suite que l'effet de levier n'est pas assuré et que des risques se créent dans ce type d'opérations, où l'acquisition est autofinancée par l'entreprise acquise, et où le remboursement dépend de la capacité de la cible à générer des profits.

## **ii. L'effet de levier fiscal**

Ce dernier résulte de la volonté à minimiser le coût d'opportunité fiscale des opérations de LBO, avec l'existence, au même moment, d'un déficit fiscal dans la holding, et d'un résultat imposable dans la cible acquise.

L'intégration fiscale ou le régime fiscal du groupe constitue un levier d'amélioration financière d'un montage LBO par la réalisation d'une économie d'impôt substantielle, qui reste toutefois atténuée par l'amendement Charasse.

Afin de pouvoir bénéficier d'un effet de levier fiscal, les opérations de LBO doivent remplir deux conditions principales :

- Que la remontée de cash de la cible puisse s'opérer avec une perte fiscale
- Que le ou les emprunts contractés par la NewCo (holding créée afin d'acquérir la cible) permettent une déduction fiscale

---

<sup>13</sup> Structure d'amortissement engendrant un remboursement du principal en totalité la dernière année du financement. On parle également de « mur de la dette » du fait du grand montant à décaisser en une seule fois.



Cela s'explique par le fait qu'une société holding fiscalement déficitaire ne peut croire en la possibilité de réaliser des bénéfices fiscaux sur lesquels imputer les déficits car elle reste une coquille sans activité durant l'opération.

#### *Le principe du régime d'intégration fiscale*

L'intégration fiscale permet, au nouveau groupe, soit de la holding et de la société acquise, de bénéficier d'une économie d'impôt qui se traduit par une diminution de l'assiette fiscale du montant des intérêts de la dette d'acquisition.

Le fonctionnement de ce mécanisme repose sur l'imputation des charges financières de la holding liées à l'emprunt d'acquisition de la cible, ainsi que d'éventuels frais de fonctionnement sur le résultat bénéficiaire et imposable de la société acquise.

Ainsi pour le calcul de l'impôt du groupe, les frais financiers engendrés par la contraction de la dette d'acquisition viennent donc se déduire du résultat avant impôt de la cible. La holding acquittera ainsi l'IS du groupe, qui sera réduit. Nous pouvons ainsi considérer que l'État, via une réduction d'impôt, prend en charge une partie du remboursement de la dette d'acquisition.

En outre, le levier fiscal peut s'assimiler à une subvention de l'État qui prendra à sa charge une partie des charges financières de l'opération.

#### *Le principe du régime fiscal mère-fille*

Lorsque les montages ne peuvent satisfaire toutes les conditions pour le régime d'intégration fiscale, le régime mère-fille constitue une alternative à l'intégration fiscale en générant une économie d'impôt.

Dans ce régime, les dividendes qui remontent vers la société holding ne sont pas pris en compte dans l'assiette fiscale de l'IS, car ces dividendes puisent leur origine du résultat de la filiale, qui a déjà payé l'IS.

Ce régime prévoit une exonération pratiquement totale de l'IS des dividendes en provenance de la filiale (la cible) vers la société mère (holding). De fait les bénéfices seront donc peu pénalisés fiscalement parlant.

La différence avec le régime de l'intégration fiscale vient du fait que la société holding soit la seule redevable de l'impôt chez l'un (intégration fiscale) pour son résultat (déficitaire) et celui de la filiale (bénéficiaire), dont sont déduites les opérations intra-groupe. Les déficits fiscaux de la société holding sont donc compensés par les bénéfices de la cible.

Il existe également d'autres alternatives, toutefois ces dernières détiennent un intérêt moins intéressant que l'intégration fiscale et le régime mère-fille. Parmi elles nous pouvons citer :

- La transformation de la société cible en Société en Nom Collectif (SNC)
- L'utilisation d'une holding animatrice (ou impure)

### iii. L'effet de levier juridique

Cet effet de levier consiste à assurer le contrôle d'une société par l'acquéreur, sans pour autant l'obliger à détenir la majorité du capital, ce qui lui permet de limiter son investissement financier de départ.

Le levier juridique est rendu possible avec la mise en place d'une structure dissociant le capital et le pouvoir.

Pour arriver à cette fin, la technique juridique peut se décomposer en quatre niveaux distincts :

- **L'outil contractuel** ; résultant de l'aménagement du pacte d'actionnaires et des clauses statutaires.

De part des intérêts divergents entre les actionnaires et les investisseurs, mettre en place des méthodes contractuelles est nécessaire dans le but de réaliser un effet de levier juridique performant.

Cela permet notamment de se mettre d'accord sur la répartition des pouvoirs, et des bénéfices au sein du groupe.

On retrouvera ici :

- Les *clauses statutaires*, qui représentent l'outil permettant de conditionner l'accès et la sortie au capital, ainsi que la transmission des titres.
- Le *pacte d'actionnaires*, avec un avantage comparatif par rapport aux statuts car il ne concerne qu'une partie des actionnaires, identifiée, tandis que les statuts, eux, vont cibler l'ensemble des actionnaires de la même manière et avec les mêmes conditions.

Ces outils contractuels vont permettre de prévoir, en amont, de manière précise les potentielles divergences d'intérêts entre les détenteurs du capital.

- **L'outil matériel** ; résultant de la mise en place de titres potentiellement hybrides, ou dérivés.

Les titres hybrides permettent de modifier à la hausse ou à la baisse la répartition des droits de vote, de diluer le capital et aussi de l'ouvrir à des investisseurs étrangers.

Quelques exemples de titres hybrides ou dérivés :

- Les obligations à bons de souscription d'actions (OBBSA), les obligations convertibles (OC) les obligations remboursables en actions (ORA)...
  - Les actions à droit de vote double
  - Les titres subordonnés à durée indéterminée TSDI
  - Les actions à dividendes prioritaires sans droit de vote
  - Les actions à bons de souscription d'actions
  - ...
- **L'outil de structure interne** ; c'est-à-dire l'aménagement d'une forme sociale cohérente et adéquate.

Ici le but est d'utiliser une forme sociale cohérente au regard d'un LBO, de manière générale plutôt des sociétés par actions, ces dernières permettant de mettre en commun des acteurs poursuivant des intérêts divergents.

Le choix de la *société anonyme* (SA), guidé par :

- L'anonymat du capital qui facilite les échanges d'actions et de dilution de pouvoir
- L'organisation de la direction

Le choix de la *société en commandite par actions* (SCA), guidé par :

- La séparation naturelle entre détention du capital et pouvoir
  - Pouvoir de gestion maîtrisé par les commandités, solidairement et indéfiniment responsables
  - Motivations par les résultats avec un développement social (en prenant moins de risque) pour les commanditaires

Le choix de la *société par actions simplifiée* (SAS), guidé par :

- Liberté de gestion, où l'intuitu personae des acteurs s'exprime le mieux, les statuts déterminent l'organisation et la gestion sociale, résultant de négociations entre les acteurs
  - Liberté statutaire, les statuts décident des décisions financières, les décisions politiques sont, elles, laissées aux investisseurs et au management
- **L'outil de structure externe** ; c'est-à-dire l'aménagement d'un montage efficace du nouveau groupe constitué par la holding et la société acquise.

Ici, à travers la création de la société holding, il est possible de mettre en place des montages constituant un instrument pertinent dans l'organisation du contrôle et des pouvoirs, et pour la stabilisation du capital.

Au travers de l'outil de structure externe, on retrouvera notamment la technique juridique spécifique de la clause d'earn-out, qui vise à faire verser, par l'acquéreur, un complément de prix au cédant.

Le montant de ce complément sera calculé à posteriori, en fonction des performances économiques et opérationnelles de la société cédée. Cette clause est donc incitative et agit dans l'optique d'accroître la productivité et donc la rentabilité de la société cible.

Au final, compte tenu de la sophistication des montages financiers LBO, et de la divergence d'intérêts rencontrée entre les acteurs, les dispositifs juridiques sont essentiels afin de pouvoir mettre un cadre aux rapports entre prêteurs, investisseurs et salariés. L'instrument juridique se dresse comme un outil résolutoire pour la majorité des conflits d'agences pouvant survenir pendant la mise en œuvre d'opérations LBO.

#### **iv. L'effet de levier social ou organisationnel**

Le quatrième et dernier effet de levier principal est le levier social, visant notamment la posture jouée par le ou les repreneurs opérationnels dans les opérations de LBO.

Il va de soi que l'équipe managériale ainsi que les salariés engagés dans l'opération doivent être complémentaires, compétents et motivés. Pour cela, il est commun qu'un pourcentage du capital de la holding leur soit confié, pour que l'équipe managériale puisse réagir comme des investisseurs « contraints » au succès. Nous sommes ici dans une logique de propriété de la société qui leur ai confiée.

En effet, le levier social peut-être renforcé par une forte motivation des salariés et/ou cadres actionnaires de la société.

Pour les personnes opérationnelles à la tête de la société cible, l'effet peut se diviser en deux catégories :

- Établir la politique de la société cible, avec comme objectif premier la maximisation des profits afin de permettre le remboursement d'emprunts et le versement de dividendes
- La conservation, ou non, du dirigeant historique de la société acquise

Concernant le second point, ce qui est très important dans un LBO est souvent de pouvoir conserver le dirigeant actuel, car d'une part il connaît souvent mieux l'entreprise, et, d'autre part, cela lui empêche d'établir une firme concurrente ou de s'expatrier chez un concurrent, emmenant avec lui tout son réseau de clients et fournisseurs. Le conserver, par le biais de clause ou d'intéressement au capital, constitue un enjeu important dans le cadre d'un LBO.

En somme, ce qui entraîne le levier social, c'est la capacité des investisseurs à rallier les managers, et ce, en amont de l'opération. Car en effet, le levier social est bel et bien un facteur conditionnant la formation et l'acceptation du prix de la société acquise, et non pas une résultante de ce dernier.

## *B. Différents acteurs, différents objectifs, différents comportements*

### **i. Les cibles potentielles**

Le montage objet de ce présent mémoire ne peut-être envisageable qu'avec des cibles potentielles, présentant des critères identifiés. Dans l'idéal, l'entreprise doit dégager des flux de trésorerie stables, positifs, permettant de faire face au service de la dette supporté par la holding. La cible ne doit pas laisser apparaître de forts besoins en investissement. On dit qu'une cible est idéale lorsqu'elle a atteint une certaine maturité (sociétés qualifiées de « vache à lait »), dans un secteur d'activité avec des conjonctures plutôt stables, de fortes barrières à l'entrée avec peu de risques de substitution, qui généreraient autant de risques supplémentaires. Enfin, des secteurs de niches ou la cible dispose de parts de marchés significatives sont forcément des cibles attrayantes pour les investisseurs.

En effet dans le cadre d'un LBO, limiter le risque industriel est important lorsque l'on sait que le montage en lui-même va générer des risques financiers plus ou moins importants.

Au fur et à mesure du temps, nous constatons toutefois une tendance vers des sociétés à plus forte croissance, ou des entreprises permettant une consolidation au sein du même secteur, mettant souvent en lumière le terme de « synergies ».

L'aversion au risque des investisseurs diminuant, il est aujourd'hui plus commun de rencontrer des opérations de LBO sur des secteurs plus tendus, difficiles et dont les revenus et la pérennité de l'activité sont moins lisibles. C'est notamment le cas du secteur des technologies ou de l'automobile.

Il est à noter que même si une cible ne possède pas les caractéristiques mentionnées plus haut, comme une start-up par exemple, cette dernière pourra tout de même faire l'objet d'un LBO. En réalité et dans les faits, l'ensemble des entreprises peuvent potentiellement faire l'objet d'un LBO.

### **ii. Les cédants**

Ces dernières années, nous constatons que la majorité des opérations LBO correspondent à des LBO secondaires ou de rang supplémentaires (tertiaires, quaternaires, etc.).

Les cédants peuvent-être des dirigeants partant à la retraite ou se réorientant, qui cherchent le moyen de céder leur entreprise autrement que par une cession à un concurrent, et l'introduction étant trop difficile à mettre en place, le recours à un LBO est souvent une option de premier rang.

Il est à noter que dans le contexte économique actuel, une multitude de secteurs sont tellement concentrés que lorsqu'une entreprise d'une taille conséquente doit être cédée, cette dernière ne peut être acquise seulement par des investisseurs financiers de type fonds d'investissement, et ce, pour des questions réglementaires. En effet, l'acquisition par un concurrent pourrait conduire à une déstabilisation du secteur notamment si ce dernier est oligopolistique.

### **iii. Les investisseurs financiers en capitaux propres**

Plus communément appelés fonds LBO, ces fonds nécessitent une spécialisation dans ces montages, nécessitant des compétences spécifiques notamment en private equity puisque l'immense majorité du temps, les LBO interviennent sur des entreprises non cotées.

Les fonds de LBO sont des sociétés de gestion avec un general partner qui sera détenu par les associés, et qui décidera des investissements en fonction des liquidités levées auprès :

- Des investisseurs institutionnels de type fonds de pension ou compagnies d'assurance
- Des particuliers plutôt fortunés, appelés également limited partners

Ces liquidités sont levées auprès des limited partners en fonction de ce qu'ils sont prêts à apporter. Lorsque le fonds a investi les  $\frac{3}{4}$  des capitaux propres confiés, le lancement d'un autre fond est réalisé.

La société de gestion sera bien entendu rémunérée sur un pourcentage consenti sur les fonds investis (environ 2/3%), et sur les plus-values réalisées, appelés carried interest (environ 20%).

En moyenne, les fonds d'investissement rendent l'intégralité des produits de revente, au fur et à mesure, entraînant au final un démantèlement, une disparition du fonds au bout d'une douzaine d'années en moyenne.

L'objectif des investisseurs est facilement identifiable, au regard de la prise de risque entreprise dans le cadre de l'opération, le but est bien entendu de rentabiliser cette prise de risque par les effets de leviers.

En Europe, nous retrouvons plus d'une centaine de fonds d'investissement dans les LBO, qu'ils soient européens (Bridgepoint, CVC, Permira, Civen, ...) ou américains (Blackstone, KKR, Carlyle, ...). Certains d'entre eux sont également cotés (Blackstone, Apollo, KKR, ...).

Les fonds vont investir en capitaux propres et vont de manière générale représenter 30 à 50% du financement global, cela peut être moins, ou plus, selon l'opération, mais la tendance actuelle est plutôt à la baisse avec la facilité à lever de la dette. En 2007, l'année la plus emblématique des LBO, nous étions à 20%.

Ces fonds peuvent enfin réaliser des consortiums afin d'agir avec d'autres fonds et ainsi diviser le risque et pouvoir réaliser des opérations de tailles plus conséquentes.

#### **iv. Les investisseurs en dette**

Les opérations LBO de taille modeste peuvent être réalisées auprès d'un seul établissement bancaire, généralement la banque historique de la cible acquise.

Les opérations LBO de taille supérieure font l'objet d'une organisation de l'endettement, du fait de plusieurs intervenants bancaires. Lorsque plusieurs banques font partie du financement, on parle de « pool bancaire ».

En raison du levier financier objet de l'opération, il est nécessaire de mettre en place différents niveaux de financement, que l'on classe généralement par ordre de risque.

Cela génère un montage financier pouvant aller jusqu'à trois niveaux :

1. La dette classique, que l'on appelle dette senior ;
2. La dette subordonnée ;
3. La dette junior, qui prend la forme d'un emprunt obligataire ou d'un financement mezzanine.

#### **v. Les mezzaners**

Les mezzaners constituent, de manière concise, l'intermédiaire entre les investisseurs en capitaux propres, et les investisseurs en dette. Ces derniers se situent entre les deux, c'est-à-dire avec des dettes de plus long terme, ou bien sur des produits de type OC ou OBSA donnant accès au capital de la société. En somme, c'est une catégorie de quasi-fonds propres.

Les mezzaners bénéficient d'un rendement supplémentaire expliqué par leur plus grande prise de risque. Une convention de subordination existe avec les prêteurs senior, affirmant que les mezzaners ne seront remboursés qu'après le remboursement intégral de la dette senior. Ce financement apporte ainsi une sécurité au financement et une sécurité pour les prêteurs car cela permet, pour eux, de boucler le financement tout en conservant le même rang.

## vi. Les managers

Les managers sont en charge de la gestion opérationnelle de la société acquise, et peuvent se décomposer en deux catégories :

- Des managers extérieurs nommés par l'investisseur financier (LBI)
- Des managers historiques déjà en place avant la transaction

Cela peut également être un mélange des deux. De manière générale, nous constatons que les fonds optent généralement pour le maintien des managers existants.

Ces managers sont donc en charge du business plan avec le fonds d'investissement, et doivent donc prévoir les plans d'investissements, de restructuration, de cessions, d'améliorations opérationnelles... Avec comme but ultime la génération de cash, qui permettra le remboursement de la dette.

De manière générale, les managers sont intéressés au capital de la cible afin d'avoir des intérêts communs entre eux et le fonds d'investissement. Cela peut prendre la forme d'actions, de BSA, d'OC permettant ainsi aux managers de disposer d'un effet de levier.

En cas de réussite du business plan, cela multiplie leurs gains et leurs retours sur investissements, la non-réussite, elle, entraîne cependant un effet de massue.

Il existe enfin des mesures d'incitation de la part des fonds qui permettent de prévoir un taux de rentabilité interne (TRI) supérieur pour les dirigeants/managers, on parle ici de MIP<sup>14</sup>.

### C. Les sources de financement des LBO

Au sein des montages LBO réside une diversité des sources de financement, permettant l'acquisition d'une cible avec un faible montant de fonds propres. Dans le cadre où l'opération implique un levier financier conséquent, il est commun d'avoir une dette structurée en 3 compartiments.

En premier lieu nous aurons une dette classique, appelée « senior » avec des garanties spécifiques, priorisée dans le remboursement.

Ensuite nous aurons une dette subordonnée, appelée « junior » sous la forme d'un financement mezzanine ou d'une obligation high yield (haut rendement), le remboursement de cette dette aura lieu après celui de la dette senior.

Enfin, viennent les capitaux propres. Il est à noter qu'il est possible d'ajouter un crédit vendeur ainsi qu'une titrisation d'actifs de l'entreprise cible.

---

<sup>14</sup> Management Incentive Packages



Pour rentrer un peu plus dans le détail :

La **dette senior** est en général d'environ 5 fois l'EBITDA de la société cible, et celle-ci se décompose en plusieurs tranches en fonction de l'amortissement et donc du niveau de risque.

- La tranche A est un remboursement amortissable, la plupart du temps sur 7 ans
- La tranche B et C ont des maturités plus longues, et leur remboursement est in fine, la différence entre B et C est la maturité, au-delà de 8 ans, nous sommes dans une tranche C.

Ce type de dettes est généralement muni de garanties et de clauses spécifiques, et fait l'objet de syndication auprès d'autres établissements bancaires. Pour des montants de taille modeste, le groupe de banque est restreint et on parle généralement de club deals, qui prend en charge l'apport de dette.

La différence entre une dette senior et une dette classique réside dans le fait que la prise de risque est différente. Cette prise de risque est différente compte tenu du fait que l'actif qui est financé est diamétralement opposé.

Une dette classique va permettre d'améliorer la productivité de l'entreprise, son exploitation, son développement, tandis qu'une dette senior ne génèrera pas de contrepartie en termes de rentabilité. La dette senior n'améliore pas la productivité et ampute les futurs free-cash pour son remboursement, fragilisant ainsi l'entreprise et la rendant potentiellement plus vulnérables aux aléas économiques.

La **dette junior** prend généralement la forme d'un high yield coté ou bien d'une dette mezzanine non cotée. Le recours à ce type de dette est généralement utilisé pour le financement de LBO de grande taille en valeur. Le remboursement de cette dette étant subordonné au remboursement total de la dette senior, cette dette est de fait plus risquée, et donc plus chère. De manière générale elle prend la forme d'obligations convertibles ou d'obligations à bons de souscription d'actions.

L'intérêt d'une dette junior pour l'acquéreur est la diversification de ses financements et une structure de montage plus souple. La convention de subordination fait en sorte que la dette mezzanine couvre les prêteurs seniors. De manière générale, plus le levier est élevé, plus on aura tendance à avoir recours à un financement mezzanine, pour donner une marge de sécurité à l'opération. A l'inverse, si le levier est faible au regard des cash-flow, un financement mezzanine ne s'imposera pas car son prix est trop élevé (en intérêts) et il impute la part de capital des investisseurs.

Du moins risqué, la dette senior, au plus risqué, la dette subordonnée, le financement d'un LBO vient répartir le risque d'une opération entre différents types de dettes dont le profil de risques correspond à celui qui est recherché par l'investisseur en dette.

*En annexe n°1, vous trouverez une illustration schématique de ces propos, permettant une approche plus visuelle de la théorie.*

Dans le cadre d'un financement de LBO, la **titrisation** peut aussi être utilisée. Il peut être utile de rappeler que la titrisation est une technique consistant à céder des créances à une SPV (Special Purpose Vehicle), qui émettra des titres adossés à ces créances. Sur une opération LBO, la titrisation est réalisée sur les créances de la société acquise.

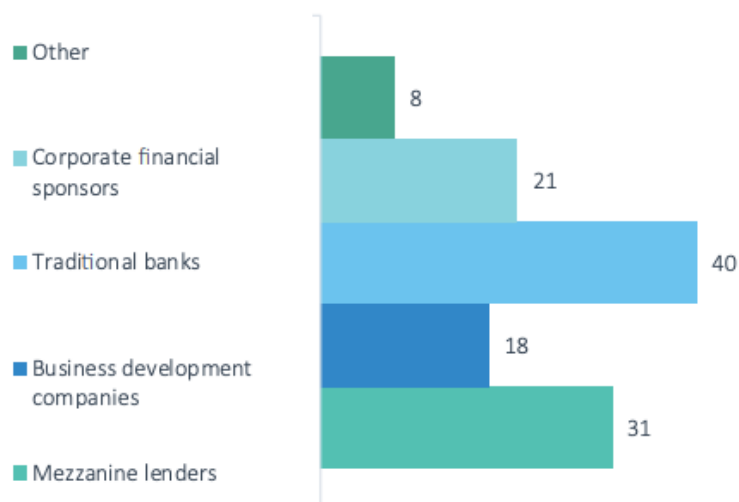
Toutefois, il est à noter qu'après la crise de 2008 la méfiance des investisseurs concernant la titrisation s'est accrue rendant la pratique de cet instrument financier rare dans le cadre des opérations de LBO.

Il existe enfin d'autres modes de financement, nous pouvons citer par exemple :

- La **dette uni-tranche** remplaçant la dette senior et la dette subordonnée, in fine, avec un coût intermédiaire entre dette senior et dette subordonnée.
- Les **RCF** (Revolving Credit Facilities) complète l'opération pour satisfaire d'éventuels besoins, notamment le BFR, ou de futures acquisitions.
- Les **acquisition facility**, qui constituent des lignes bancaires pour des acquisitions futures.
- Les **capex facility**, qui constituent des lignes bancaires pour les investissements.
- Le **prêt relais**, généralement prévu en dehors du closing et demandé aux banquiers seniors.
- La **vente d'actifs** par cession ou par lease-back pour financer une partie de la cible.
- La **remontée exceptionnelle de dividendes**, si la cible détient beaucoup de liquidités qu'il est possible d'utiliser pour financer une partie de l'opération.

Afin de résumer ces sources de financement, selon une étude réalisée par Pitchbook sur des investisseurs en private equity, nous constatons que les investisseurs se tournent en grande majorité vers des établissements bancaires traditionnels, avec tout de même une part non négligeable de prêteurs mezzanine.

**Where will your firm be accessing debt financing in 2018?**  
Responses by count, with all applicable selected



Source: PitchBook

Note: The underlying data is from the most recent edition of the Crystal Ball survey.

Figure 5 : Réponse à la question « Où votre entité accèdera-t-elle au financement par emprunt en 2018 ? »

#### *D. Conditions de mise en place de l'opération*

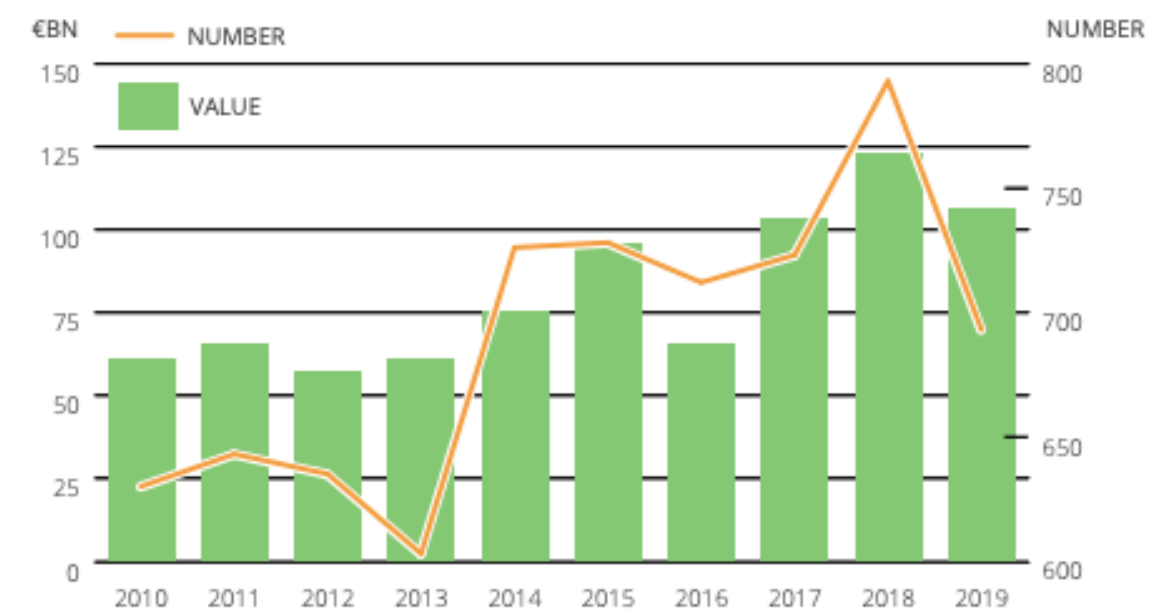
##### **i. La conjoncture économique**

Bien que la corrélation entre conjoncture économique et performance des LBO est difficile à vérifier, il est certain que le facteur conjoncturel conditionne la réussite ou l'échec d'une opération de LBO, tandis que les LBO influencent la conduite de la politique d'investissement des sociétés reprises, et donc indirectement de l'économie réelle.

La mise en place de l'opération est forcément conditionnée par des facteurs macro-économiques, et ce, indépendamment de la volonté individuelle d'un fonds, d'un gérant ou des managers d'une cible.

Depuis 2013, avec le retour des LBO et l'évolution des taux influant favorablement ou non l'investissement, il est certain que lorsque les taux sont faibles, voire nuls, cela incite les fonds à réaliser davantage de LBO, tant en termes de volume que de montant, comme l'illustre le graphique ci-dessous.

## 2010 – 2019 // EUROPEAN BUY-OUTS



SOURCE: CMBOR / EQUISTONE PARTNERS EUROPE / INVESTEC SPECIALIST BANK

Figure 6 : Quantité et valeur des LBO en Europe entre 2010 et 2019

Concernant 2019, ce que l'on constate, c'est une diminution du nombre de LBO réalisés en Europe comparée à l'année historique de 2018, mais avec des montants qui, par LBO, sont en progression. En proportion, les LBO sont ainsi inférieurs en nombre mais supérieurs en valeur. Cela s'explique principalement par des taux très faibles incitant à s'endetter davantage, faisant croître les montants des LBO. Et l'effet du Brexit, qui lui, fait décroître le nombre de LBO réalisés, notamment au Royaume-Uni<sup>15</sup>. Il est à noter que 50,5% de la valeur totale des LBO en Europe ont comme provenance des « mega-deals » qui ont été, en moyenne, de 2,46 milliards d'euros.

La corrélation entre la croissance économique et les performances des LBO est quant à elle jugée faible même si de manière générale les fonds préfèrent investir dans des pays où la croissance est présente et où l'environnement y est propice, cela ne représente pas une franche condition de mise en place.

Au final, ce qui impacte réellement la performance et donc la mise en place d'un LBO, dans un contexte conjoncturel, reste non pas la croissance mais bien la qualité de gestion du fonds. Nous pourrions supposer des performances hautes même en période de conjonctures « basses ».

<sup>15</sup> CMBOR – Equistone- *Continental buy-outs stay strong*

Cependant la conjoncture et notamment des excès de liquidités jouent un rôle très influant dans la réalisation d'opérations de LBO, car les gains associés aux effets de leviers peuvent ainsi être d'autant plus conséquents tandis que l'on peut réaliser un nombre plus important de LBO, générant ainsi un double effet positif.

## **ii. Les critères requis par les fonds LBO pour la sélection des cibles**

Le fait que l'opération LBO consomme les fonds propres du fonds génère forcément un stress impliquant un examen des qualités des cibles avant l'opération, notamment par le biais d'audits.

Les fonds d'investissement notamment en private equity ont ainsi établi une méthodologie de sélection, qui diffère en fonction des fonds. Ces critères peuvent être divisés en cinq groupes :

### **Le capital humain**

- Qualité de l'équipe managériale
- Relation management / salariés
- Relation fonds d'investissement / management

### **Le marché**

- Position sur le marché
- Sensibilité aux cycles économiques et aux mutations technologiques
- La taille du marché
- Les prévisions de croissance du marché

### **Les performances financières**

- Performances historiques récurrentes, en croissance
- Des cash-flow lisibles et prévisibles
- Avoir du potentiel quant à l'amélioration des résultats

### **Les avantages comparatifs avec les concurrents**

- Proportion de coûts fixes par rapport aux coûts variables
- Les forces de porter (pouvoir de négociation clients, fournisseurs, l'intensité concurrentielle, les barrières à l'entrée et les substituts)

### **La création de valeur potentielle**

- Plus-value potentielle
- Retour sur investissement
- Le potentiel de génération de cash-flow

Évidemment la valorisation de la cible issue de la négociation avec le cédant sera déterminante dans la mise en place ou non d'une opération de LBO.

## *E. L'exit du LBO*

La durée d'un buy-out va dépendre de :

- La capacité à revendre la cible à un tiers, ou à réaliser une introduction en bourse
- La vitesse d'amélioration de la performance de la cible par le fonds LBO

Très rarement inférieure à deux ans, elle atteint de manière générale entre 5 et 8 ans. Il va de soi que plus la rentabilité de la cible se sera améliorée, plus l'exit sera aisé.

### **i. Cession à un industriel**

Considérée comme la sortie la plus naturelle, cette dernière se fait au profit d'un acteur qui saura maîtriser le métier de la société. Également, elle peut s'avérer être la plus rémunératrice pour le fonds LBO car l'industriel acquéreur paiera la valeur intrinsèque de la société, c'est-à-dire son prix, mais également sa valeur d'opportunité, car cela lui permettra de réaliser des synergies, des économies d'échelles, des gains de parts de marché, etc. Il sera ainsi plus à même de mettre un montant supérieur sur la table.

En revanche, dans le cadre où la première acquisition de la cible par le fonds LBO n'avait pas intéressé cet industriel (permettant au fonds LBO de réaliser l'acquisition), il est alors inéluctable que les conditions de marché, ou l'attractivité de l'entreprise (par ses performances notamment) aient changé afin que l'industriel soit dorénavant intéressé.

### **ii. Introduction en bourse (IPO<sup>16</sup>)**

Cette situation est assez rare car elle nécessite un certain nombre de critères, relatifs à la taille et au profil d'activité de la cible faisant l'objet de l'exit. En effet, peu d'entreprises, en proportion, ont la possibilité et/ou la capacité d'être introduit en bourse.

Dans le cadre d'un exit du LBO, il est à noter qu'une IPO empêchera le fonds d'obtenir une prime de contrôle et pourra potentiellement pénaliser le fonds dans le cadre d'une décote liée à l'IPO. Toutefois nous constatons que les sociétés cotées ont généralement des valorisations supérieures à celles des sociétés privées.

Pour les managers, les IPO constituent une très bonne option car elle permet de faciliter l'exercice des bons de souscriptions.

Dans le cadre d'une IPO, c'est particulièrement l'accroissement de la taille de la cible qui sera importante car c'est elle qui contribue à une meilleure liquidité et ainsi à une meilleure valorisation.

---

<sup>16</sup> Initial Public Offering

Au final, la réussite d'un exit sous la forme d'une IPO va dépendre de la bonne tenue du marché sur lequel est établi la société, et sur la bonne tenue des marchés financiers. Le timing est ainsi primordial.

### **iii. LBO secondaire**

Cette catégorie d'exit est de plus en plus fréquente car elle permet au management de se reluer dans le capital, ou de devenir majoritaire de la nouvelle société holding. Les LBO secondaires sont généralement plus faciles à réaliser, notamment concernant le financement, car le management est expérimenté par rapport au LBO, et le montage est plus souple avec un but différent. On peut aussi parler de LBO tertiaire et quaternaire si de nouvelles cessions ont lieu.

### **iv. Leverage recapitalization**

Le principe d'un leverage recap est le ré-endettement de la cible. Cela passe notamment par le versement d'un dividende exceptionnel ou par un remboursement du compte courant d'associés, ces éléments étant financés par un nouvel endettement.

Ce n'est pas réellement un exit puisque le fonds LBO reste actionnaire, toutefois cela permet la sortie d'une partie des fonds initialement investis.

Cette opération va contribuer également à la performance du fonds par l'amélioration du taux de rentabilité interne (TRI).

Ici, plus les investisseurs auront fait croître la rentabilité de l'entreprise, plus la cession sera aisée. De manière générale, cette opération est représentée par une restructuration de la société avec une amélioration du BFR, une réduction des coûts, s'apparentant à du window dressing<sup>17</sup>.

Ces opérations avaient disparu à partir de 2008 avec la fermeture du marché LBO, mais reviennent de plus en plus depuis 2013, nous pouvons citer l'exemple de Verallia en juin 2016.

### **v. La prise de contrôle par les créanciers**

Cet exit prend forme dans un contexte où la situation opérationnelle est jugée viable par les créanciers, mais où l'endettement est devenu trop important pour juger la situation pérenne en l'état.

Ainsi, les créanciers vont transformer tout ou partie de leur dette en fonds propres, ce qui va avoir pour conséquence la dilution des actionnaires existants qui n'ont pas injecté d'argent frais, mais qui ne souhaitent pas de faillite.

---

<sup>17</sup> Faire en sorte qu'à la date de clôture de l'exercice, la présentation comptable de l'entreprise soit la plus embellie possible.

Dans ce cadre, en fonction de la dilution, les créanciers peuvent devenir majoritaire et donc prendre le contrôle de la société. Nous pouvons ici les exemples de Solocal, Terrea et Vivarté.

#### vi. La faillite de la société cible

Lorsque la société acquise ne surmonte pas ses échéances bancaires par sa rentabilité, que les créanciers et actionnaires ne se mettent pas d'accord sur une potentielle recapitalisation, ou sur une renégociation du term sheet de la dette (covenants, taux, montant, durée).

Un des plus grand LBO de l'histoire Energy Future - TXU a ainsi fait faillite en 2014.

En France, cela reste rare avec des créanciers poussés au compromis, avec le rééchelonnement de créances, l'abandon de créances, ou par la prise de contrôle de ces derniers.

Toutefois lorsqu'un LBO échoue par incapacité de remboursement, la société cible se retrouve généralement dans une situation très compliquée. Les investissements ne sont plus possibles en raison du surendettement, les salariés comprenant le phénomène seront partis, et les autres seront démotivés. Une situation dont il est ainsi très difficile de s'extirper.

Panorama concernant les exit en Europe ces dix dernières années :

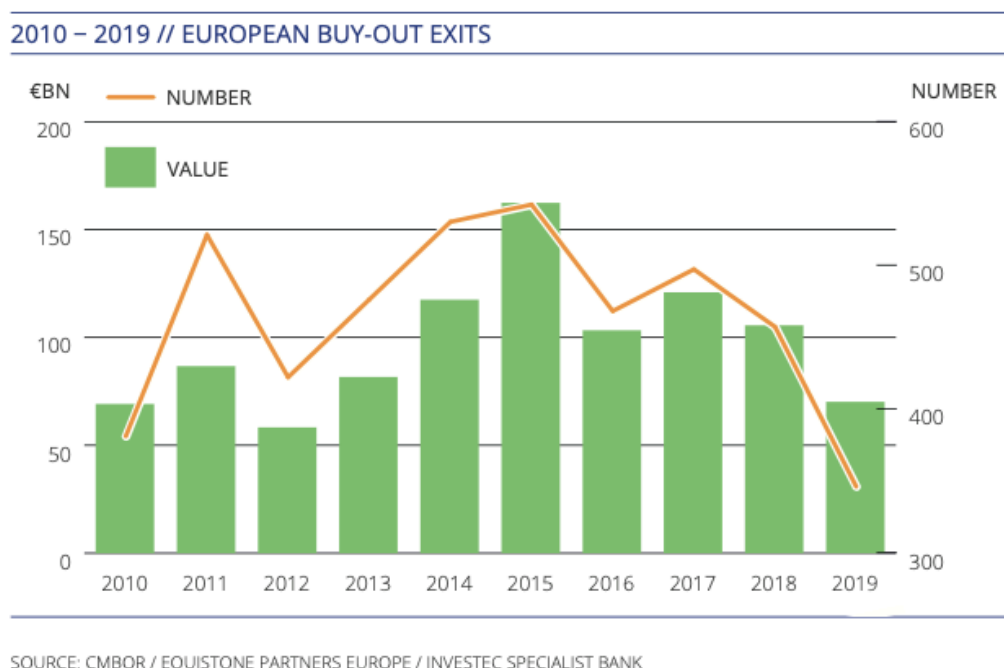


Figure 7 : Quantité et valeur des exits d'LBO en Europe entre 2010 et 2019

En Europe, les exit sont tombés à leur plus bas niveau depuis 7 ans en valeur (70,1 milliards d'euros) cela était lié aux incertitudes du Brexit ayant généré des approches attentistes. Pour la France et l'Allemagne, les exit sont en progression pour atteindre, à eux deux, l'équivalent des exit du Royaume-Uni.



## CHAPITRE 2 – LES RAISONS PERMETTANT L’EFFICACITE DE CES MONTAGES

### I. LES AVANTAGES COMPETITIFS DES FONDS LBO

#### A. *Les fondements de l’efficacité des fonds LBO*

##### i. **Des dirigeants qui souhaitent s’intéresser au capital de leur entreprise**

Les dirigeants et cadres d’entreprises intermédiaires et de grande taille sont devenus au fur et à mesure du temps de véritables experts du management et de la gestion, sans pour autant disposer d’un pourcentage du capital de la société. La première raison de l’efficacité des fonds LBO réside dans la part croissante de dirigeants cadres souhaitant faire croître les avantages de leurs fonctions, en étant motivés par une participation au capital. Leur souhait, obtenir une rémunération d’associés en corrélation avec leur souhait d’accroître la taille de la société.

L’étude de Jensen et Meckling de 1976 a également cherché à mettre en lumière le comportement des dirigeants en fonction de leur niveau de participation au capital. Ce qui en ressort est la constatation assez logique qu’au plus leur détention est faible, au moins la création de la valeur actionnariale sera un objectif de premier ordre.

Pour lutter face à ce biais, tant du point de vue des actionnaires qui perdent de la valeur, et des dirigeants qui ne détiennent pas la participation souhaitée, les fonds LBO se sont présentés comme une solution à ce biais, en permettant un réaligement des intérêts des actionnaires et des dirigeants.

Nous constatons ici brièvement deux effets constructifs face à une opération LBO par nature risquée :

**Le premier**, c’est la possibilité pour le fonds d’être informé rapidement des opportunités comme des difficultés de l’entreprise, grâce aux dirigeants désormais intéressés au capital. Cela s’accompagne d’une meilleure communication aux salariés et autres parties prenantes de la société. Les objectifs sont partagés et permettent de faire comprendre les enjeux liés à la performance à tout le personnel de la société.

**Le second**, c’est d’avoir des cadres dirigeants compétents, qui connaissent mieux les processus que les managers du fonds, et qui seront plus ou moins fortement ancrés dans la société en étant désormais des actionnaires. Ces derniers, aux côtés du fonds, sont les mieux placés pour gérer l’entreprise acquise.

## ii. Vieillesse de la population des dirigeants

Comme démontré au sein de l'annexe n°2, en 2016, plus d'un dirigeant de PME et d'ETI sur cinq à plus de 60 ans, ce chiffre était de 14,6% en 2005. Selon les chiffres de l'observatoire BPCE, en 2021, la proportion de dirigeants ayant plus de 60 ans devrait se porter à 23% dont 10% ayant plus de 65 ans. Nous avons ainsi de plus en plus de dirigeants de PME et ETI qui sont en situation de se retirer ces prochaines années.

Nous avons tendance à nous imaginer que plus les dirigeants sont âgés, plus leur probabilité de céder est forte. En réalité, c'est le contraire qui se passe, au-delà d'un certain âge, la probabilité de cession a tendance à se réduire sauf si c'est une transmission familiale. De fait, nous assistons à un phénomène où la cession des dirigeants âgés n'est pas plus forte que sur les années précédentes. Finalement, nous sommes en train de voir s'accumuler un stock d'entreprises qui ne sont pas cédées et dont le dirigeant est de plus en plus âgé parmi les PME.

Ce phénomène a deux conséquences problématiques :

Une première problématique d'ordre microéconomique, un dirigeant qui est âgé et qui a du mal à vendre son entreprise a tendance à la sous-endetter, à peu investir, à ralentir le métabolisme économique de son entreprise. D'une certaine façon il a tendance à créer une perte de valeur de son entreprise, donc il aura de plus en plus de mal à la vendre.

Au niveau macroéconomique cette tendance à sous-investir va produire un ralentissement d'une grande part du tissu productif puisque lorsque l'on a plus de 10% des dirigeants de PME qui ont plus de 65 ans, cette tendance concerne une large part des entreprises.

Si l'on met en corrélation ces deux problématiques nous constatons que le déficit de cessions qui est en train de s'accumuler entre les intentions et les réalisations de cessions des dirigeants âgés est en train de créer une perte de compétitivité pour l'ensemble du tissu des PME et ETI en France.

Dans ce contexte économique, notamment pour les dirigeants n'ayant pas de repreneur au sein de leur famille, les opérations de LBO se présentent comme une alternative de transmission propice, pouvant aider à la réduction de ce stock d'entreprises à vendre. En réalité, cela permet surtout aux fonds LBO d'avoir de nombreuses possibilités et donc de pouvoir sélectionner les entreprises qu'ils souhaitent reprendre.

Dans le contexte de transmission patrimonial et familial, on constatera surtout le développement des opérations d'OBO, permettant aux actionnaires de transmettre en restant actionnaire, ou de transmettre leurs parts à d'autres membres de la famille.

### **iii. Le « buy-out » perçu comme une technique efficace par les vendeurs**

Les montages avec effet de levier sont considérés comme très bien adaptés dans le cadre des problématiques de transmissions patrimoniales. Dans un contexte où le dirigeant s'apprête à transmettre son entreprise, le LBO est considéré comme la meilleure alternative à une cession à la concurrence, la sortie par introduction en bourse étant très difficile à mettre en place pour les PME, notamment en France et en Europe.

Le développement de l'actionnariat salarié, et surtout des équipes de direction permet la mise en place d'une future opération LBO par le management déjà en place et recruté en interne avant la cession.

Dans le cadre où l'espoir du dirigeant est de faire fortune par la vente de son entreprise tout en conservant la direction opérationnelle, il sera davantage enclin à réaliser un LBO plutôt qu'une cession à un industriel, qui pourrait mettre en péril son emploi, et dont les offres sont généralement moins intéressantes que celles des fonds LBO, comme nous avons pu l'étudier plus en amont de cette étude.

### **iv. Un processus de financiarisation<sup>18</sup> des entreprises non cotées**

Au-delà d'être des investisseurs, les fonds de private equity sont des véhicules de collecte de l'épargne, permettant aux investisseurs institutionnels de pouvoir diversifier leurs portefeuilles d'actifs. Or, comme l'affirme Plihon<sup>19</sup>, une partie du capital des PME et ETI est détenue, de manière indirecte, par des investisseurs institutionnels. Cela traduit le fait que la réalisation d'un LBO par un fonds de private equity sur une PME/ETI peut être considérée comme de la financiarisation.

Également, les changements de gouvernances impliqués par les opérations de LBO viennent participer au processus de financiarisation. En réalité, les opérations de LBO impliquent une transformation des gouvernances pour une catégorie d'entreprises, les PME, qui étaient autrefois étrangères à la culture financière des fonds de private equity. Cela témoigne du processus de financiarisation des entreprises non cotées, permise par les opérations de LBO.

---

<sup>18</sup> Transformation du capitalisme lié au développement de la finance

<sup>19</sup> Au sein de son livre « Le nouveau Capitalisme » paru en 2009

## *B. Facteurs directs de la création de valeur*

Nous considérons ici comme facteurs directs les éléments ayant un impact direct, quantifiable, et mesurable sur les free cash-flow. Ces facteurs permettent d'accroître la performance économique et financière de la société, créant de la valeur.

### ***Réduction des coûts***

Les changements organisationnels liés aux LBO ont pour objectif l'amélioration des décisions opérationnelles et des politiques d'investissements de la société acquise. Le management, associé au capital, et le stress financier lié à l'endettement contracté, entraînent une motivation mécaniquement plus forte, avec l'objectif de générer le plus grand montant de cash-flow possible.

Cela passe notamment par une restriction des coûts, des charges, des frais. Il est commun de trouver des cibles avec des niveaux de charges importants, que les investisseurs jugent non-pertinents à la réalisation de l'activité de la société. Les investisseurs, post-acquisitions, mettent ainsi en place des plans de réduction massive de coûts, pour permettre à la société d'accroître sa rentabilité. Cela se traduit notamment par des mécanismes de coordination entre dirigeants, managers et employés, par des systèmes de contrôles perfectionnés et des prises de décisions très rapides. Dans leur stratégie, les investisseurs jugent les réductions de coûts capitales, mais ces dernières ne doivent en aucun cas détériorer la compétitivité de la société, au contraire, ces mesures doivent l'accroître.

Cette amélioration de performance est souvent assimilée comme la résultante d'une sous-évaluation de la cible, potentiellement par une asymétrie de l'information sur les cash-flows futurs. Cette logique est d'autant plus applicable aux LMBO puisque le management dispose d'informations privées que les actionnaires non-opérationnels, eux, ne détiennent pas.

### ***Rationalisation des actifs***

La gestion des actifs de la société acquise joue un rôle important dans la performance des montages LBO au travers de la rentabilité économique. Elle se traduit généralement par :

- L'arrêt des investissements à faible rentabilité
- Des désinvestissements dans les actifs jugés peu synergiques

La rentabilité économique dépend de la gestion du BFR, c'est-à-dire la gestion du poste client, des stocks, et du poste fournisseurs. Selon une étude de Holthausen et Larcker<sup>20</sup>, les sociétés, après la réalisation d'un LBO, ont en moyenne un BFR plus faible que les sociétés comparables du secteur.

---

<sup>20</sup> Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance, 1997

Le but d'une réduction du BFR au-delà d'améliorer la rentabilité économique, va être la génération de cash-flow. Nous constatons, de manière générale, et notamment chez les grands corporate, que le BFR est un élément crucial de génération de trésorerie. Une société avec un BFR maîtrisé ne viendra pas creuser sa trésorerie, et pourra même, au contraire, l'approvisionner davantage.

La rationalisation des actifs contribue enfin à une meilleure efficacité des opérations grâce à une meilleure allocation des actifs, et des ressources. Cette efficacité recherchée par les fonds LBO permettra d'améliorer elle aussi les cash-flows générés par la cible.

### ***La réalisation de croissance***

Au-delà de l'efficacité opérationnelle, les fonds LBO vont incontestablement chercher à développer l'activité et par conséquent le chiffre d'affaires. Un LBO ne se contente pas de redresser les failles des cibles pour les revendre à un meilleur prix (Wood et Wright, 2009), la croissance possède un impact significatif dans l'évaluation des cash-flow futurs, pour la sortie du montage et le remboursement de la dette.

Pour générer de la croissance, le premier levier portera sur la stratégie de la cible acquise. L'investisseur pourra juger nécessaire d'établir une nouvelle stratégie, différenciante, qui permettra l'amélioration de la compétitivité de la cible ainsi que son positionnement. Ainsi une multitude de décisions peuvent apparaître, comme l'intégration dans un nouveau marché de nouveaux produits, un changement dans le mix produits, mix marketing... Toute diversification jugée inefficace par l'investisseur sera très certainement cédée.

Le second levier porte sur la réalisation de croissances externes pour réaliser des synergies et s'intégrer dans une ou plusieurs nouvelles activités. Cela permettra à la cible d'augmenter ses parts de marché. Ce second levier s'illustre très généralement par les stratégies de Build-Up développées plus haut. De manière générale l'objectif d'un Build-Up est la consolidation de la position concurrentielle de la cible sur son marché, permettant au LBO d'obtenir une taille critique et d'envisager soit un exit sous la forme d'IPO, soit avec une valeur de revente bien supérieure à celle de l'acquisition.

Le troisième et dernier levier est la stimulation de l'esprit entrepreneurial lié au changement de gestion depuis l'arrivée du fonds LBO. Les dirigeants, désormais intéressés au capital, sont au cœur des stratégies avec les actionnaires, les incitant à entreprendre leurs idées.

En réalité, les LBO peuvent parfois avoir des similitudes avec des start-up puisque les disponibilités et les fonds propres sont, en proportion, amoindries en raison de l'endettement. Cela entraîne une augmentation des stratégies d'alliances technologiques, de R&D selon les domaines, avec un changement de la mentalité managériale et cet objectif ultime d'efficacité. Ces stratégies, si elles sont réalisées, permettent à la cible de croître, et ce même après l'opération dans le cadre d'innovation très en avance vis-à-vis des concurrents.

### *C. Facteurs indirects de la création de valeur*

Aussi appelés value capturing, ceux-ci ne sont pas réellement quantifiables mais vont inéluctablement jouer un rôle dans la valeur de l'opération.

#### ***L'ingénierie financière et la crédibilité du fonds LBO***

L'ensemble des éléments théoriques étudiés dans la première sous partie de ce mémoire soulignent l'importance de l'ingénierie financière. Parmi eux, le fait d'emprunter un pourcentage élevé du prix d'achat et le fait d'avoir une multitude de sources de financement. En effet, dans le processus d'acquisition, ce sont les connaissances et les compétences du fonds LBO qui vont générer de la valeur. Ici nous pouvons voir un cercle vertueux.

Les fonds LBO réputés sont plus à même de réaliser les montages financiers les plus avantageux, et d'ensuite faire profiter la cible de leur savoir-faire. La réputation du fonds va également jouer sur sa crédibilité au regard de la négociation auprès des établissements de crédits. Cela leur permet de bénéficier d'un effet offre/demande favorable avec un plus grand nombre de banques (offreurs) autour de la table, permettant au fonds de mieux négocier les termes du financement possibles, notamment concernant les taux d'intérêt, la catégorie d'amortissement, et la proportion de dette.

Enfin durant la phase de LBO, la cible continuera de bénéficier de la réputation du fonds dans la négociation avec les prêteurs et les parties prenantes. Ici, nous constatons bien la complémentarité avec une volonté de réduction des coûts, notamment des coûts financiers au travers de meilleures négociations de taux pour les investissements.

D'autres facteurs indirects jouent un rôle dans la création de valeur, et sont notamment liés aux changements organisationnels, de gouvernance et de la structure du capital que nous avons pu développer dans le cadre de la partie consacrée aux leviers. Les changements implicites de la structure organisationnelle vont permettre, au final, une réduction des coûts d'agences et donc une création indirecte de valeur.

Ces facteurs indirects, extrinsèques, ne génèrent pas directement de la performance d'un point de vue opérationnel, mais contribuent à la performance des facteurs directs, intrinsèques, qui eux impactent l'opérationnel de la société acquise. Ces facteurs indirects constituent donc un appui à la performance du LBO.

## II. LA QUESTION DE LA PERFORMANCE

### A. La performance des fonds LBO

Pour citer Sophie Château, responsable des relations investisseurs chez LBO France, nous pourrions même ici parler de surperformance.

Les fonds de capital investissement offrent des perspectives de rendement très attractives, en effet selon une étude de France Invest et E&Y, sur les 10 dernières années (2008-2018), les performances annualisées des fonds de capital investissement ont été de 6,3%, surpassant les autres classes d'actifs telles que l'immobilier (+4,5%), les hedge funds (+2,7%) et le CAC40 (+3,2%).

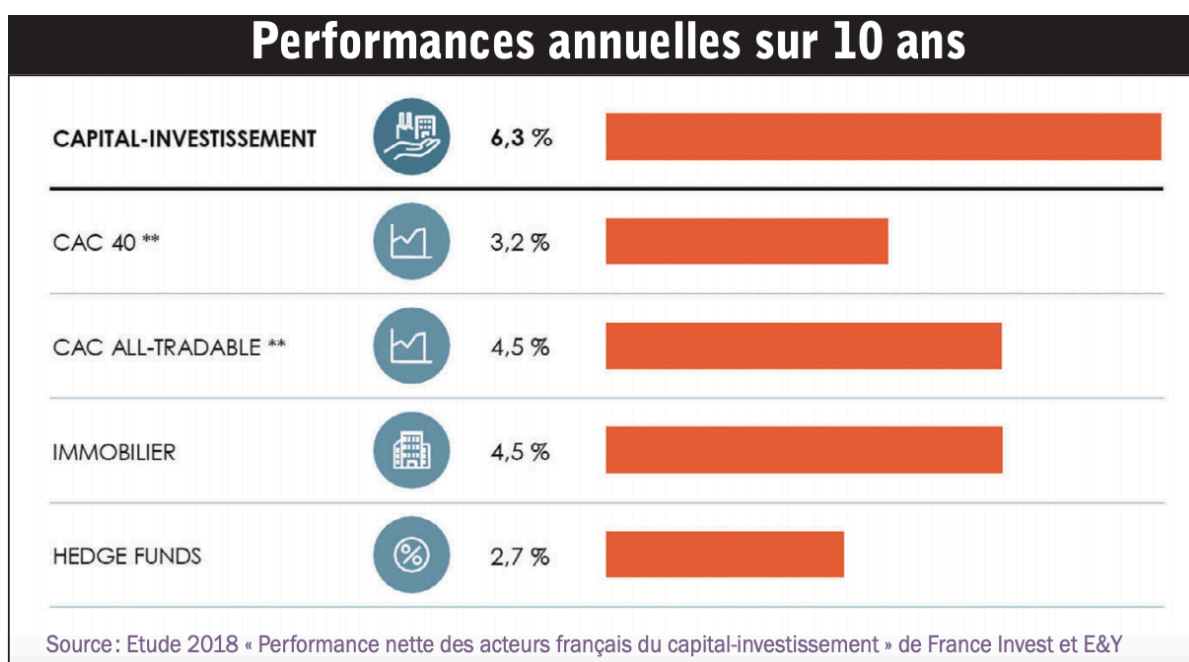


Figure 8 : Comparaison des performances nettes des acteurs du capital-investissement

Depuis son origine en 1987, la performance nette représentée par le TRI est de +9,7% pour les fonds de capital investissement. Le capital transmission regroupant notamment les opérations de LBO et composante du capital investissement, a délivré une performance nette de +13,6% sur les trente dernières années. Sur 10 ans, le capital transmission fait état d'un TRI de 11,60%, soit la plus belle performance des 3 composantes du capital investissement. Ce classement reste le même sur toutes les durées d'analyses (30 ans, 15 ans, 10 ans, 5 ans).

### Performances nettes sur 10 ans à fin 2018

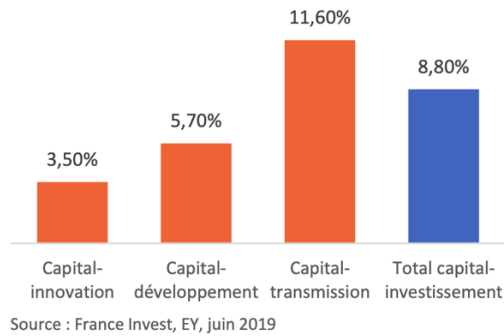
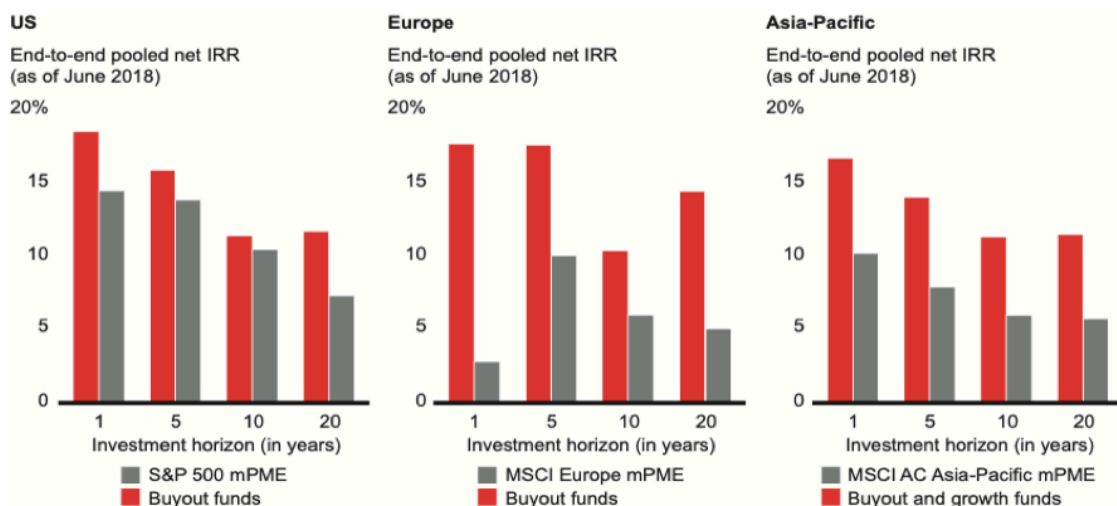


Figure 9 : Décomposition des performances nettes du capital-investissement à fin 2018

Au-delà de ces performances, le private equity permet de se diversifier, de se décorréliser des marchés cotés, mais également, il permet de réaliser un investissement dans l'économie réelle. En effet, les performances d'un fonds LBO vont d'abord dépendre des fondamentaux économiques et financiers de la cible. Enfin, un dernier élément à souligner est cette opportunité, d'autant plus dans le contexte actuel de taux bas voire négatifs, de réaliser des rendements de niveaux supérieurs comme nous l'avons vu plus haut, avec une liquidité moindre.

Enfin, une dernière analyse réalisée par Cambridge Associates nous permet de constater la surperformance des fonds LBO par rapport aux différents marchés cotés, et ce, dans le monde entier. Leur prévisionnel pour 2020 semble également très bien positionné, néanmoins l'étude ayant été réalisée en Juin 2018, l'impact du coronavirus n'a bien entendu pas été prise en compte, ce dernier allant sans nul doute chambouler ce prévisionnel.

### La surperformance, dans toutes les plus grandes régions, des fonds LBO par rapport aux marchés publics



Notes: Data for US and Asia-Pacific calculated in US dollars; data for Europe calculated in euros; Europe includes developed economies only; Cambridge Associates' mPME is a proprietary private-to-public comparison methodology that evaluates what performance would have been had the dollars invested in private equity been invested in public markets instead; the public index's shares are purchased and sold according to the PE fund cash flow schedule  
Source: Cambridge Associates Private Investments Database

Figure 10 : Les performances des fonds LBO par rapport aux marchés publics en Europe, Asie-Pacifique et États-Unis



## B. La performance des entreprises sous LBO

Afin de pouvoir associer la théorie à la pratique, il nous semble judicieux de réaliser une étude sur un échantillon de sociétés sous LBO afin de pouvoir confirmer ou non la théorie vue jusqu'à présent, et nous permettre de faire la transition avec notre seconde partie concernant les risques associés à ces montages LBO. Au travers de cette étude, nous répondrons aux hypothèses suivantes :

*H1 : Les montages LBO entraînent une réduction significative de la masse salariale dans le but de dégager une rentabilité accrue*

*H2 : Les montages LBO entraînent une progression supérieure de la rentabilité par rapport à la progression de l'activité des sociétés sous ce montage*

*H3 : Les montages LBO entraînent une détérioration significative de la solidité financière des sociétés sous ce montage*

Progression moyenne par année des performances du groupe sous LBO		Structure financière du groupe sous LBO à fin 2016		Autres indicateurs du groupe sous LBO à fin 2016	
Variations (% CAGR)	MOYENNE	Ratios	MOYENNE	Ratios (%)	MOYENNE
Var. CA (% CAGR)	12,7%	Indépendance financière (Fonds Propres / Total Bilan)	22,3%	CAPEX / CA	4,2%
Var. EBE (% CAGR)	15,1%	Gearing (Dettes financières nettes / Fonds Propres)	40,5%	Masse salariale / CA	27,7%
Var. RN (% CAGR)	26,3%	Leverage (Dettes financières nettes / EBE)	1,94	Trésorerie nette / Total Bilan	18,1%
Var. CAF (% CAGR)	25,9%				
Var. Cash-flow libre (% CAGR)	6,3%				
Progression totale des performances ces 3 dernières années		Structure financière du groupe sous LBO à fin 2018		Autres indicateurs du groupe sous LBO à fin 2018	
Variations (%)	MOYENNE	Ratios	MOYENNE	Ratios (%)	MOYENNE
Var. CA (%)	54,3%	Indépendance financière (Fonds Propres / Total Bilan)	19,9%	CAPEX / CA	11,8%
Var. EBE (%)	58,8%	Gearing (Dettes financières nettes / Fonds Propres)	57,9%	Masse salariale / CA	27,3%
Var. RN (%)	55,5%	Leverage (Dettes financières nettes / EBE)	2,81	Trésorerie nette / Total Bilan	11,8%
Var. CAF (%)	84,6%				
Var. Cash-flow libre (%)	58,4%				

Figure 11 : Synthèse des résultats obtenus au travers de l'étude

Un panorama détaillé de l'analyse ayant permis la réalisation de cette étude est disponible en annexe n°3.

### Échantillon :

L'étude a été menée sur un échantillon constitué de 12 groupes de sociétés sous LBO encore en date en 2020, et ce depuis plus de 3 années consécutives.

Les analyses ont été réalisées sur 3 exercices pour toutes les entités, d'une part pour des raisons de comparabilité des résultats entre chaque groupe, d'autre part dans le but de disposer de plus d'une dizaine de groupes afin de pouvoir mener l'étude.

Ces 12 groupes de sociétés font partie intégrante du centre d'affaires grands comptes, pour des raisons de confidentialité, les noms seront anonymisés et les chiffres arrondis, nous assurons que ces arrondis n'influencent aucunement les résultats de l'étude.

L'ensemble des données et raisonnements prennent exclusivement sources auprès d'éléments financiers consolidés, certifiés et conformes aux principes et normes comptables. Concernant ces sociétés, ces dernières ont un chiffre d'affaires consolidé compris entre 21 millions et 1,1 milliard d'euros. La moyenne des chiffres d'affaires consolidés des 12 sociétés est de 317 millions d'euros en 2018. Nous travaillons ainsi sur des entreprises de très grande taille de type ETI ou GE.

De prime abord, intéressons-nous aux performances financières réalisées par cet échantillon.

#### Chiffre d'affaires (CA) :

En premier lieu, nous constatons une progression très significative du CA avec une progression moyenne par année de 12,7%. Cela est difficilement analysable en raison des périmètres de consolidation qui peuvent évoluer, des croissances externes, des conjonctures économiques et des nombreux facteurs exogènes intervenant sur le niveau d'activité de ces groupes.

Toutefois, nous constatons des niveaux d'activité avec une progression bien supérieure à celle de la moyenne des entreprises françaises, témoignant de l'accroissement des tailles des entreprises après la mise en place d'un LBO. Il est à noter que sur l'ensemble des groupes de cet échantillon, un seul groupe a connu une baisse de CA sur les trois dernières années, baisse liée à la cession d'activités jugées non stratégiques par les actionnaires et le management en place. La tendance est ainsi fortement à la hausse concernant le CA.

#### Excédent Brut d'Exploitation (EBE) :

L'EBE représentant la richesse brute générée par l'exploitation des sociétés, il constitue l'élément le plus représentatif de la performance des entreprises. Ici, ce que nous pouvons constater, c'est que l'EBE à une progression moyenne par année de 15,1% sur notre échantillon, ce qui est supérieur à la progression moyenne par année du CA (12,7%). Par conséquent, cela démontre l'efficacité du modèle avec une progression de la rentabilité d'exploitation supérieure à celle de l'activité. Ici, plusieurs éléments rentrent en compte. Cela peut s'expliquer par de multiples éléments.

Des économies d'échelles, potentiellement liées à des synergies réalisées avec des croissances endogènes ou externes. Des meilleurs pouvoirs de négociations, des conjonctures économiques faisant baisser les coûts d'achats, les charges externes...

Cela constitue un résultat normatif pour les LBO. En effet, les LBO ayant pour vocation de dégager des rentabilités les plus élevées possibles, agir sur la réduction des coûts, des charges externes, d'exploitation est un des éléments prioritaires afin de dégager des rentabilités accrues et ainsi pouvoir dégager des dividendes importants pour rembourser les échéances bancaires. Enfin, nous constatons une marge d'EBE par rapport au CA qui progresse de 1,1 point en 3 exercices pour atteindre 7,82% du CA en 2018, avec une marge moyenne de 6,96% sur les trois exercices.

Une des « critiques » qui revient le plus souvent concernant les LBO est celle de la réduction de la masse salariale et plus globalement de la qualification des salariés de « grands perdants » du modèle LBO. Il était ainsi intéressant de s'intéresser à une hypothèse H1 de réduction de la masse salariale avec la réalisation d'un LBO. Au regard de cette étude, nous pouvons constater que la proportion de la masse salariale par rapport au chiffre d'affaires diminue de 0,4 point, soit une variation peu significative afin de pouvoir affirmer l'hypothèse H1 de réduction significative de la masse salariale dans le but de dégager une rentabilité accrue. Cette affirmation mérite d'être approfondie avec des périodes plus longues et également sur l'exercice où le LBO est mis en place, permettant de compléter davantage l'étude.

Au final, l'hypothèse H2 de progression supérieure de la rentabilité d'exploitation par rapport à la progression de l'activité des sociétés sous LBO se confirme au travers de cette étude.

#### Résultat Net (RN) :

Concernant la rentabilité finale avec le résultat net, sur lesquels sont prélevés les dividendes, il en résulte une progression supérieure à celle de l'EBE et du CA, avec une progression moyenne par année de 26,3%. Il est à noter que la totalité des entités présentes au sein de l'échantillon font état d'un résultat net positif à fin 2018 (tout comme en 2016). Nous constatons une marge de RN par rapport au CA qui progresse de 0,73 point en 3 exercices pour atteindre 3,43% du CA en 2018, avec une marge moyenne de 3% sur les trois exercices. Cela témoigne d'une capacité accrue de la société à dégager une rentabilité nette, finale, plus importante sous l'influence d'un montage LBO. Ceci peut notamment s'expliquer par le fait que l'endettement soit supporté à la fois par la société sous LBO et sa holding, holding qui va prélever les dividendes sur sa filiale pour rembourser la dette, partageant ainsi les charges financières avec la société sous LBO, et permettant ainsi à la société de faire progresser sa rentabilité nette.

### Capacité d'autofinancement (CAF) :

La CAF, elle, progresse mécaniquement avec la progression de l'EBE et du RN, et donc de la rentabilité. Avec une progression annuelle moyenne du RN de 26,3%, une progression de la CAF de 25,9% témoigne globalement de niveaux normatifs de dotations aux amortissements et de reprises ne venant pas conduire, sur l'échantillon, à une variation décorrélée de la CAF par rapport au résultat net. Cela témoigne une nouvelle fois de la capacité des sociétés sous LBO de l'échantillon à accroître la richesse générée par leur exploitation, témoignant ainsi d'une réelle efficacité du modèle sur les sociétés étudiées.

### Cash-Flow Libre (free cash flow) :

Les free cash-flow, qui servent à générer de la trésorerie et à rembourser les échéances bancaires de la holding pour le remboursement du prêt, constituent un élément essentiel à la bonne réalisation d'un LBO. Ici, nous constatons une génération de free cash-flow en progression annuelle moyenne de 6,3% ce qui est inférieure en comparaison avec les éléments vus précédemment. Cela s'explique en partie par le BFR et plus précisément par la variation du BFR qui est un élément essentiel à la génération de free cash-flow.

Sur l'échantillon étudié, il s'avère que globalement le BFR ait une variation défavorable entraînant des décalages de trésorerie plus ou moins importants, amputant de facto la génération de cash nécessaire au remboursement de la dette d'acquisition. Cet élément explique en partie cette génération de cash inférieure à celle de l'activité. En revanche, la progression de la génération de cash témoigne à la fois d'une progression de la richesse générée par l'exploitation, et également d'une bonne gestion du BFR. Ainsi sur l'échantillon étudié, globalement, les LBO fonctionnent donc correctement et réussissent à générer le cash nécessaire au remboursement de la dette et la rémunération des actionnaires.

L'efficacité des montages LBO doit également être mise en corrélation avec la structure financière des groupes sous l'influence de ce montage. Au travers de cette étude et de cet échantillon, nous constatons plusieurs éléments.

En premier lieu le **ratio d'indépendance financière** se contracte en conservant un niveau satisfaisant à 19,9% du total bilan. La solidité se contracte sans générer d'inquiétudes particulières quant à la pérennité des groupes, et conserve des niveaux satisfaisants, d'autant plus pour des sociétés avec des bilans très conséquents, de 313 millions d'euros à fin 2018 contre 192 M€ à fin 2016 (soit une progression de 63,4%).

Concernant le **ratio de gearing**, ce ratio fait état d'une dégradation sensible mais conserve des niveaux très satisfaisants en moyenne. Les groupes dans l'échantillon ont ainsi fait davantage progresser leur niveau d'endettement que leurs niveaux de fonds propres, ce qui reste cohérent au regard de la période (2016-2018) que nous avons pu étudier. Un ratio qui se dégrade, donc, en passant de 40,5% à 57,9%. Il est à noter que, au sein de cet échantillon, 3 groupes font état d'un ratio de gearing supérieur à 100%, ce qui représente tout de même 25% de l'échantillon, tandis que 4 groupes font état d'un gearing nul voire négatif, soit un tiers de l'échantillon. Ces variations significatives dépendent globalement des disponibilités dont disposent le groupe puisque nous parlons bien d'endettement net dans le calcul du gearing.

Enfin, le dernier ratio de solidité financière est le **ratio de leverage**, le ratio phare des LBO puisque présent dans la quasi-totalité pour ne pas dire la totalité des dossiers de financement. Ce dernier doit généralement être, de préférence, inférieur à 3 selon la norme générale, qui diffère en fonction de la qualité du groupe et d'autres éléments, conjoncturels notamment. Ici, nous constatons un ratio de leverage de 2,81 à fin 2018 contre 1,94 à fin 2016. Même conclusion ici, les groupes se sont davantage endettés sur la période tout en faisant progresser leur EBE, leur permettant de diminuer le ratio de leverage en dessous de 3 en moyenne. Le ratio se dégrade, donc, mais reste globalement très satisfaisant en se positionnant en dessous de 3x l'EBE. En rentrant dans le détail, nous constatons qu'à fin 2018, 4 sociétés ont un leverage de 3 ou plus soit un tiers de l'échantillon, tandis que 3 groupes (25% de l'échantillon) font état d'un leverage nul voire négatif. Ces chiffres étaient respectivement de 5 et 4 à fin 2016.

Cette progression de l'endettement s'explique notamment par la nécessité de réaliser des investissements afin de pouvoir générer de la croissance, gagner des parts de marché et être compétitif vis-à-vis de ses concurrents. Ce que nous pouvons constater, c'est que le niveau des CAPEX par rapport au CA, au regard de cet échantillon, progresse significativement pour atteindre 11,8% du CA à fin 2018, contre 4,2% à fin 2016.

Concernant la trésorerie nette des groupes de l'échantillon, nous constatons que cette dernière progresse en valeur, mais moins fortement que la valeur du total bilan.

Ainsi, au regard de l'étude réalisée sur cet échantillon, nous rejetons l'hypothèse H3 d'une détérioration significative de la solidité financière des sociétés sous LBO. L'endettement progresse mais reste cohérent au regard des fondamentaux financiers et des besoins d'investissement des groupes, tandis que les fonds propres conservent des niveaux satisfaisants pour ces sociétés.

Il en reste néanmoins que réaliser une étude similaire sur plusieurs centaines de cas serait pertinent afin de confirmer ces résultats.

---

Finalement, nous constatons que la théorie de l'agence évoquée en amont apporte une justification théorique de l'utilisation de la dette dans les opérations de LBO. Nous avons également pu constater que les opérations de LBO impliquent une nouvelle forme de gouvernance avec une forme organisationnelle centrée sur la rentabilité économique et sur la valeur de revente de la société acquise. Les fondements théoriques aboutissent sur un mécanisme efficace permettant de saisir la conception actionnariale et les objectifs des investisseurs, qui se traduit par cette forme organisationnelle.

Enfin, au travers de cette étude nous constatons que les montages LBO constituent des montages efficaces, avec une performance significative, pertinente et vraisemblablement avérée. Toutefois, il va de soi qu'il n'existe pas de montage miracle et qu'un certain nombre de risques existe au sein des opérations de LBO, qui restent, malgré ces performances, des montages faillibles.

Après avoir étudié l'efficacité des montages LBO, plongeons-nous à présent dans une dimension risque afin de comprendre les risques liés à cette création de valeur. Cette dimension constitue l'objet du prochain chapitre.

## PARTIE 2

-

### LES RISQUES, LIMITES ET DIFFICULTES DES MONTAGES LBO

## CHAPITRE 3 – RISQUES ET LIMITES ASSOCIES AUX MONTAGES LBO

### I. LES RISQUES LIES A LA FINANCE A EFFET DE LEVIER

En guise d'introduction à cette seconde partie, nous dressons ici un panorama concis des risques liés aux opérations à effet de levier permettant de resituer succinctement l'environnement dans lequel nous sommes aujourd'hui et les conséquences y étant associées.

#### A. *Des activités mal définies et par nature risquées*

Les opérations de LBO, appartenant à la finance à effet de levier, sont, comme nous avons pu le constater, un instrument de dette à la vocation de financer des entreprises souvent déjà endettées, avec, de fait, un risque de défaut plus ou moins important selon sa structure financière. Encore aujourd'hui, il est à noter qu'il n'y a pas de définition faisant consensus au niveau international.

Au sein de la finance à effet de levier, nous retrouvons généralement des actifs tels que :

- Les prêts à effet de levier (leveraged loans)
- Les produits issus de la titrisation de ces prêts (Collateralized Loan Obligations ou CLO)
- Les obligations à haut rendement (high yield basé sur le niveau d'investment grade)

Le contexte actuel avec un environnement de taux d'intérêt très bas contribue grandement et très favorablement au développement des LBO.

Concernant les offres de financement, cet environnement incite les investisseurs en recherche de rendement à augmenter leurs investissements dans des actifs avec parfois des niveaux d'investment grade moindres.

Concernant les demandes de financement, cet environnement incite les entreprises à recourir au levier d'endettement et donc à accroître leur endettement, dégradant leur structure financière.

Nous avons pu également constater que les activités de LBO sont également très intermédiées avec un grand nombre d'acteurs intervenant dans ces montages, avec les établissements bancaires, non-bancaires, les investisseurs institutionnels... Le tout, via des structures juridiques souvent complexes, variées voire même personnalisées. Ces montages difficiles à appréhender sont également, quelque part, le reflet de ces incitations d'accroissement du risque, et de l'endettement.



De manière générale, le remboursement de la dette souscrite par la holding sera remboursé par une cible qui elle-même s'endettera pour dégager de la rentabilité et des capitaux nécessaires au remboursement. Ici, nous constatons bien une démultiplication du recours à l'effet de levier par l'endettement, générant du risque.

Les opérations de LBO incitent enfin à une prise de risque excessive en raison de l'abondance de financements très bon marché dont les fonds peuvent disposer. Cela n'incitant pas réellement les fonds à faire le tri entre les projets jugés très bons, et ceux jugés moins bons.

Au-delà de ces éléments, les politiques monétaires très accommodantes dont les investisseurs disposent aujourd'hui dans le but de financer la croissance entraînent de nombreux refinancements de dette(s) dite(s) corporate. En effet, le refinancement des emprunteurs à l'échéance (souvent in fine) des crédits peuvent conduire à de nombreux défauts et à des perturbations macroéconomiques.

Le dernier élément venant accentuer l'ensemble de ces risques est l'allègement des garanties contractuelles (covenants) dont disposent les prêteurs ainsi qu'une certaine accommodation des ratios de leviers, qui font régulièrement l'objet d'avenants (waivers) sans engendrer forcément des négociations très ardues. Ces éléments entraînent indéniablement des incitations plus ou moins fortes se dirigeant vers une prise de risque de plus en plus excessive de la part des investisseurs.

Il est à noter que l'imprécision et l'ampleur considérable de ces activités de finance à effet de levier ont entraîné des inquiétudes de la part de nombreuses institutions, nationales comme internationales<sup>21</sup>, illustrant la nécessité d'étudier les risques étant associés à ces montages financiers.

### *B. Des activités difficiles à appréhender*

#### Au-delà des éléments étudiés au sein de la sous partie « Le marché du LBO », selon L'AMF :

En 2006, l'encours de crédits immobiliers subprime aux États-Unis était de 1 100 milliards de dollars.

En 2018, l'encours des prêts à effet de levier aux États-Unis était de 1 200 milliards de dollars, dont la moitié sous la forme de CLO. En Europe, selon Bloomberg, ce chiffre s'élève à 875 milliards d'euros en 2018.

---

<sup>21</sup> US Federal Reserve Board (2018) ; Bank of England (2018) ; International Monetary Fund (2018)

Toujours en 2018, l'encours mondial de leveraged finance est estimé à 3 000 milliards d'euros.

Lorsque l'on souhaite appréhender les financements LBO ou tout autre financement à effet de levier, il est nécessaire de mettre en relation de nombreuses sources parfois difficiles à mettre en commun. Il est nécessaire de regrouper les reportings des autorités de surveillance nationales et internationales, des institutions bancaires et d'assurances et de prendre en considération les données des agences de notation<sup>22</sup>, des agences d'audit et de consulting<sup>23</sup>.

L'appréhension du modèle est d'autant plus compliquée qu'une grande partie des actifs sous-jacents sont sans réelle identification précise, et sont parfois même titrisés dans le cadre du CLO. En réalité, cette difficulté d'appréhension entraîne une grande variabilité des estimations des données sur les LBO et les opérations à effet de levier de manière générale.

Enfin, le fait que les LBO soit généralement des opérations très intermédiées, avec des cadres réglementaires parfois hétérogènes selon les juridictions des secteurs, rend d'autant plus difficile l'appréhension de ce modèle. Or, un modèle bien appréhendé est un modèle facile à comprendre, à maîtriser et à évaluer pour les autorités qui peuvent par la suite prendre des mesures pour les réguler et limiter le risque.

## II. IDENTIFICATION DES RISQUES LIES AUX MONTAGES LBO

### A. *Les risques intrinsèques à la société acquise*

De prime abord, le premier facteur de risque est représenté par la capacité de la cible à rembourser l'emprunt contracté par la holding pour son acquisition, on parle également de risque économique. En réalité ici les risques dépendent essentiellement de la qualité de la cible, qui sera appréhendée par le ou les potentiels acquéreurs. De manière générale ces risques sont analysés au travers des due diligences réalisées par des sociétés d'audit, qui permettent de vérifier, contrôler et valider les fondamentaux de la cible. Les due diligences peuvent être de plusieurs types, on retrouve régulièrement :

- *Due diligences financières* : analyse des éléments comptables et financiers sur 5 ans, plans de financements, potentielles filiales en France ou à l'étranger, etc.
- *Due diligences juridiques* : analyses des livres juridiques de la société, livre des Assemblées, des procès-verbaux des conseils d'administration, etc.

---

<sup>22</sup> Standard & Poor's ; Moody's ; Fitch Ratings, et d'autres.

<sup>23</sup> KPMG ; PwC ; Ernst & Young, et d'autres.

- *Due diligences fiscales* : si la société est à jour des paiements de tous les impôts, IS, TVA, taxe professionnelles et cotisations sociales (caisses de retraites, URSSAF, ...)
- *Due diligences sociales* : analyse des contrats de travail, respect du code du travail, du règlement intérieur et des mesures de sécurités
- *Due diligences environnementales, des assurances, des systèmes informatiques ...*

Ces derniers, longs à réaliser et surtout très coûteux, sont réalisés par des experts et permettent d'appréhender avec une grande précision les risques inhérents à la société cible. Toutefois, des due diligences favorables à l'acquisition ne riment pas forcément avec un succès obligatoire. Ces derniers ne minimisent pas les risques, mais se contentent uniquement de les identifier.

Les risques économiques sont également matérialisés par les conjonctures économiques et l'environnement sur lequel est établit la société acquise. Une économie conjoncturellement défavorable entraînera une potentielle diminution de l'activité, de la rentabilité et entrainerait de potentielles difficultés de remboursement de la dette.

En réalité, tout élément susceptible de compromettre la génération de cash-flow peut être considéré comme un risque économique. Ces derniers sont appréhendés le mieux possible au travers de multiples business plan réalisés avec des situations dégradées<sup>24</sup>, toutefois, il reste impossible de savoir avec exactitude ce qu'il se passera durant les 7 prochaines années, durée moyenne des opérations de LBO avant le remboursement total de la dette.

### *B. Les risques financiers liés au montage de l'opération*

Le **premier risque** lié au montage des opérations est lié à la valorisation de la société cible. Cette dernière étant réalisée par le biais de multiples méthodes de valorisations, généralement basées sur l'EBITDA ou l'EBIT. Une valorisation trop élevée viendra défavoriser l'investisseur, qui devra emprunter davantage et ainsi générer un endettement supérieur, qui sera lui-même répercuté sur la société acquise. Nous avons pu constater qu'à l'heure actuelle les multiples d'EBITDA atteignent des niveaux historiques, ce qui engendre de fait des montants de plus en plus conséquents à rembourser pour les sociétés faisant l'objet de l'acquisition. Or, plus une société est endettée, plus sa structure financière se détériore, et moins cette société peut réaliser des investissements complémentaires pour son développement.

---

<sup>24</sup> Notion de « Worst case »

Le **second risque** associé au montage des opérations est la structure de l'amortissement. Nous constatons de plus en plus de dettes full in fine, engendrant un risque supplémentaire au sein de l'opération. Une dette in fine ne donne lieu à aucun remboursement du principal durant une durée prédéterminée, généralement de 7 ou 8 ans. Ces dernières permettent d'augmenter l'effet de levier et de ne pas amputer de trop les flux de trésorerie sur le court-terme. Certes cela permet, en principe, de favoriser l'amélioration du résultat opérationnel de la société acquise, mais, en revanche, au regard des ratios dette / fonds propres<sup>25</sup>, le mur de dette qui se dresse devant les sociétés en raison de ces financements non-amortissables engendre des capacités de remboursement illusoires, que nous analyserons dans la partie dédiée au mur de la dette.

Il est à noter qu'aujourd'hui, il est possible dans le cadre d'un LBO de financer une dette full in fine en sachant par avance que la société ne sera pas en mesure de rembourser le capital de la dernière année, ce qui, dans les faits, est absolument déroutant. En réalité, cela est lié au fait que les refinancements des encours de dettes sont de plus en plus communs, ce qui, au final, ne fait que retarder l'échéance de ce mur de dette, qui bien entendu atteint des niveaux, en valeur comme en proportion des fonds propres, de plus en plus élevés en raison de l'abondance de liquidité présente sur les marchés. Un nombre de plus en plus conséquents de sociétés doivent ainsi être refinancées avant ce mur de la dette et donc avant la dernière (et unique) échéance du prêt.

Ces risques entraînent ainsi des endettements très conséquents pour des sociétés qui ne seront parfois pas en mesure de pouvoir les rembourser. Ces risques sont d'autant plus amplifiés en fonction de la structure de l'acquisition, lorsque ce dernier atteint une proportion d'endettement beaucoup plus conséquente que de fonds propres, toujours dans l'optique de bénéficier d'un effet de levier maximum.

En réalité, c'est tout l'équilibre entre le financement en fonds propres, quasi fonds propres (mezzanine), et le financement par endettement qui entraînera des risques financiers plus ou moins conséquents. Il en est de même concernant l'équilibre entre financement amortissable et financement in fine.

La tendance actuelle tend vers des montages de plus en plus « tendus » faisant appel à des endettements de plus en plus conséquents au regard de la proportion de fonds propres. Ici, un risque important de non remboursement est indéniable en sachant que la cible devra :

- Verser des dividendes à la holding
- Payer les frais financiers liés à l'endettement
- Rembourser la totalité de la dette

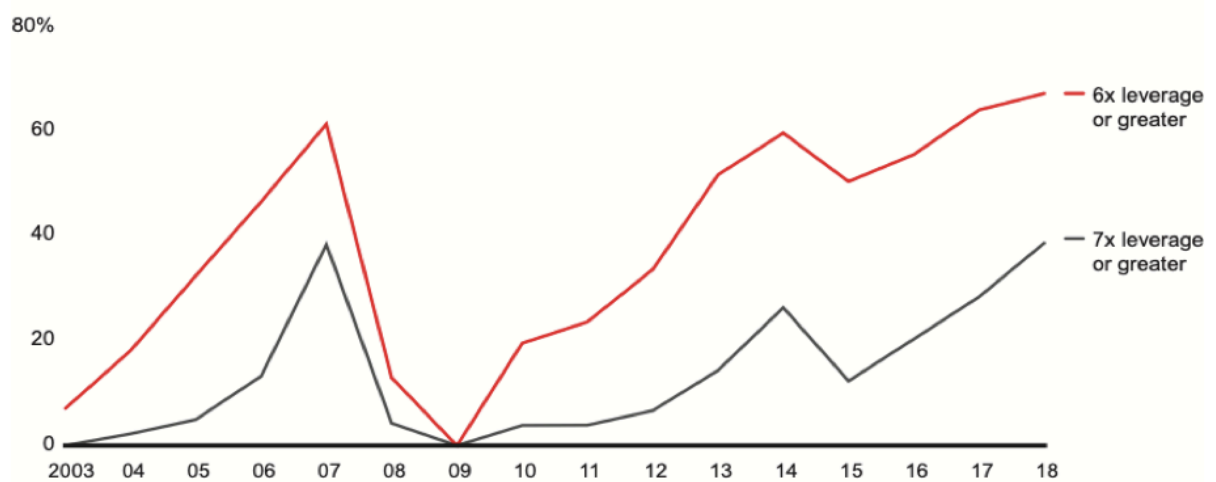
---

<sup>25</sup> Notion de « gearing », ou « net gearing » lorsque l'on déduit les disponibilités de l'endettement brut.

Également, nous constatons une tendance à la hausse depuis 2009 des ratios de leverage (endettement net / EBITDA) comme en témoigne ce graphique nous provenant de LPC<sup>26</sup>. Il est aujourd'hui de plus en plus commun de voir se réaliser des LBO avec des leverage de 6 voire 7 fois l'EBITDA, alors que l'on recommande, de manière générale, une limite de 3x l'EBITDA. Cela est le résultat de la conjoncture actuelle, les fonds profitent de l'abondance de liquidité, du faible niveau des taux d'intérêt et du développement du marché du private equity. Au-delà des risques impliqués par ces forts niveaux de leverage, cela entraîne une véritable dépendance aux conjonctures macroéconomiques, entraînant ainsi une cyclicité de l'activité pour les LBO.

### Les forts ratios de levier des LBO (supérieurs à 6 fois l'EBITDA) sont devenus de plus en plus courants

Share of overall US LBO market, by leverage level



Source : LPC

Figure 12 : Évolution des ratios de leviers LBO aux États-Unis entre 2003 et 2018

Ces montages tendus aboutissent ainsi sur des refinancements (dans la mesure où la société puisse se refinancer à terme) comme mentionné plus haut, mais également sur des avenants<sup>27</sup> aux contrats. Ces avenants se traduisent par des renégociations des contrats avec les banques du pool, concernant les ratios d'équilibre financier, de trésorerie et de solvabilité<sup>28</sup>. Si cette négociation n'aboutit pas, une perspective de dépôt de bilan pour les deux sociétés (cible et holding) est possible, cette perspective reste toutefois extrêmement rare.

<sup>26</sup> Loan Pricing Data

<sup>27</sup> Notion de « waiver »

<sup>28</sup> Notion de « covenant » avec généralement des ratios de net gearing (dette nette / fonds propres) et de leverage (dette nette / EBITDA)

### C. Les risques juridiques

Au regard de la complexité des opérations de LBO, il est primordial de s'assurer du respect des principes du droit de la protection des entreprises ainsi que du droit des sociétés.

La holding doit être une société anonyme par actions, dirigée par un conseil d'administration.

La cible sera, elle, érigée en société avec directoire et conseil de surveillance, pour assurer la séparation des fonctions de direction et de contrôle.

En matière de dividende, leur distribution doit être réalisée auprès d'un réel bénéficiaire après l'IS, et ne doivent pas être des dividendes fictifs, représentant un délit pénal. Concernant les remontées de dividendes, elles ne doivent pas être trop importantes et peuvent entraîner des considérations par la justice comme « contraire à l'intérêt de l'entreprise », la mettant en péril au profit de l'actionnariat. Cette situation de remontée de dividendes entraîne ainsi des risques d'abus de majorité ou d'abus de bien social. En réalité, toute utilisation non fondée de la trésorerie de la cible est considérée comme un abus de bien social.

Nous pouvons également citer l'article L 225-216 du Code de commerce, qui cite : « Une société ne peut avancer des fonds, accorder des prêts ou consentir une sûreté en vue de la souscription ou de l'achat de ses propres actions par un tiers ».

Ces risques restent généralement prémunis par le conseil juridique des prêteurs seniors, qui émettent une opinion juridique<sup>29</sup>.

Il existe une multitude de documents juridiques afin de pouvoir limiter ces risques, parmi lesquels nous avons :

- La lettre d'intention, qui fixe les conditions de mise en place et de réalisation de l'opération, dont notamment la réalisation de due diligences. Elle fixe également les propositions précises des investisseurs et doit être prudente car le vendeur pourrait rapidement se retourner contre un acquéreur qui ne souhaiterait pas donner suite à l'acquisition (par exemple, en découvrant tardivement des risques rédhibitoires).
- Les pactes d'actionnaires, séparés entre le pacte des actionnaires de la holding et le pacte des actionnaires de la société cible. Primordial, ce dernier rassemble l'ensemble des actionnaires des deux sociétés, sauf dans le cadre où un actionnaire détient une capacité de nuisance<sup>30</sup>.

---

<sup>29</sup> Notion de legal opinion

<sup>30</sup> Lorsqu'un actionnaire ne détient qu'une action et que ce dernier peut constituer un obstacle à une cession totale s'il veut conserver son action

Des risques juridiques demeurent enfin concernant la documentation contractuelle, vis-à-vis :

- Du contrat d'acquisition ;
- De la Garantie Actif Passif<sup>31</sup> (GAP) et de la garantie de cette garantie, qui n'est autre qu'une garantie bancaire ;
- De l'ensemble des conditions préalables, leur recensement et leur vérification ;
- De la rédaction du contrat de prêt et de tous les documents de garantie.

Les risques inhérents à cette documentation contractuelle sont, pour l'acquéreur, liés à une mauvaise réalisation et vérification de ces documents, qui pourraient lui causer des torts et avoir des conséquences néfastes dans la réalisation post acquisition du LBO. Par exemple, une GAP mal rédigée lui faisant subir un vice caché d'une grande ampleur.

#### *D. Les risques fiscaux*

En matière de **fiscalité**, quatre catégories de risques peuvent apparaître.

Des risques liés à l'intégration fiscale permettant comme nous l'avons étudié la déductibilité des intérêts de la dette du résultat imposable de la cible.

D'une part, celle-ci est réalisable uniquement si les anciens propriétaires ne sont plus majoritaires dans la nouvelle structure, il faut donc un changement de contrôle lors de l'opération. Ceci est régit par l'amendement Charasse. Dans le cadre de l'application de l'amendement, la holding ne pourrait pas imputer ses charges sur le résultat opérationnel de la société cible.

Le second problème concerne la fusion rapide de la société holding et de la société cible, qui ne doit pas être réalisée avant 5 voire 7 ans. En effet, cela pourrait être considéré par le fisc comme un acte anormal de gestion, faisant payer à la société cible des frais et charges étrangères qui pourraient diminuer l'imposition de la société. Cela peut également être considéré comme un abus de bien social par le fisc.

Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2019 et la transposition de la directive européenne ATAD<sup>32</sup> du 12 juillet 2016 dans la dernière loi des finances (LF 2019), les règles de limitation à la déductibilité des intérêts sur emprunt ont été réformées.

---

<sup>31</sup> Garantie dont l'objet est de dédommager les acquéreurs contre un vice caché apparaissant post-LBO (ex : créances irrécouvrables, dettes non enregistrées dans les bilans/comptes)

<sup>32</sup> Anti Tax Avoidance Directive

Avec la LF 2019, les charges financières, supportées par les sociétés en situation de sous-capitalisation<sup>33</sup>, sont désormais déductibles dans la limite d'un plafond fixé à 10% de l'EBITDA, ou 1 million d'euros.

Enfin, nous avons également la règle anti-hybride pour les prêts consentis par des sociétés soumises à l'imposition française. Cette règle interdit la déduction des intérêts, si ces mêmes intérêts ne sont pas taxés à un taux de minimum 75% de l'impôt français.

### III. RISQUES DE CREDIT, DE MARCHE, DE SOUSCRIPTION ET DE REPUTATION

#### A. *Hausse des effets de levier induisant une dépenance accrue aux conditions macroéconomiques*

Les fonds LBO font souvent l'objet de critiques et sont reprochés de forcer les effets de leviers à des niveaux trop élevés, pouvant mettre à mal la stabilité, solvabilité voire la survie des sociétés cibles sur du long terme. En effet en raison de ces effets de leviers élevés, les sociétés cibles ne sont plus en parfaite mesure d'absorber des chocs internes<sup>34</sup> comme externes<sup>35</sup>, fragilisant de fait leur pérennité. En dépit des qualités dont font généralement preuve les sociétés cibles, sélectionnées en fonction de leurs performances, il s'avère que, selon Kaplan et Strömberg<sup>36</sup>, les sociétés sous LBO aux États-Unis ont des taux de défaillance légèrement supérieurs à ceux des sociétés n'étant pas sous LBO.

Par l'augmentation de leurs effets de levier, les fonds LBO sont de fait davantage exposés aux conjonctures macroéconomiques. L'étude de D. Hackbarth, J. Miao, et E. Morellec<sup>37</sup> met en évidence que la capacité d'endettement<sup>38</sup> des sociétés, sous LBO ou non, est jusque 40% plus élevée qu'en période de contraction. Au sein du centre d'affaires, nous constatons que le niveau de levier des sociétés sous LBO est davantage lié aux conditions du marché que sur les caractéristiques propres de la cible. Cet élément constitue un axe majeur de réflexion car les conditions sont ainsi plus dépendantes de la conjoncture du marché plutôt que sur la cible acquise en elle-même. Par conséquent, les sociétés sous LBO sont donc plus dépendantes des conditions macroéconomiques.

---

<sup>33</sup> Est considérée comme entreprise en sous-capitalisation toute entreprise dépassant trois limites simultanément : une limite de dette globale ne devant pas excéder 1,5 fois le montant des capitaux propres, une limite de couverture d'intérêt correspondant au montant des intérêts versés dépassant le seuil de 25 % du résultat avant impôt et enfin une limite égale au montant des intérêts reçus par la société liée

<sup>34</sup> Mauvaise stratégies, défaillances opérationnelles, défaillances des systèmes informatiques, etc.

<sup>35</sup> Conjoncture défavorable, hausse du prix des matières premières, nouveaux concurrents, etc.

<sup>36</sup> « Leveraged Buyouts and Private Equity » - 2009

<sup>37</sup> « Capital Structure, Credit Risk, and Macroeconomic Conditions » - 2006

<sup>38</sup> Généralement traduit par le ratio endettement net / CAF



L'explication la plus plausible de ce phénomène reste vraisemblablement le fait que l'on se base parfois davantage sur la qualité de l'investisseur que sur la cible en elle-même, malgré le fait que ça soit bel et bien la cible qui, indirectement, remboursera l'emprunt de son acquisition. En effet les créanciers regardent également le fait qu'en cas de potentielles difficultés, le groupe ou le fonds d'investissement réalisant l'opération sera en mesure d'injecter les liquidités nécessaires au rétablissement de la situation.

### B. Augmentation de la taille des opérations

Comme nous pouvons le constater avec le graphique ci-dessous, les prêts syndiqués en Europe<sup>39</sup> ont atteint des niveaux historiques en 2018 pour atteindre 26,3 milliards de dollars. Il est à noter que la taille moyenne des opérations de jumbo loans ont progressé de 78% par rapport à 2017, à 572 millions de dollars, soit la moyenne annuelle la plus élevée jamais enregistrée.



Figure 13 : Évolution des montants des LBO syndiqués entre 2013 et 2018

Selon un article des Échos paru le 19 janvier 2020, nous avons pu constater que depuis le début de l'année déjà 10 milliards d'euros de deals sont sur le marché. Cela nous fait aussi revenir à notre dry powder, discuté précédemment, et qui en est forcément une cause.

Il est à noter que ce montant est l'équivalent d'une année complète selon les montants de dette employés. En effet, selon France Invest, entre 2015 et 2020, les capitaux investis dans les LBO se situent entre 3,5 et 7 milliards d'euros. Au premier semestre 2019, les fonds d'investissement déployaient 3,25 milliards d'euros contre 10 milliards déjà sur le marché en ce début 2020, avant le coronavirus.

<sup>39</sup> Ici représenté par des jumbo loans par souci de cohérence, c'est-à-dire des LBO avec des montants de plusieurs dizaines, centaines voire milliers de millions d'euros

Il est également à noter que Curium<sup>40</sup>, valorisé 3 milliards d'euros (**12 fois l'EBITDA**), biaise un peu ces données de par son immensité, il n'en reste que même sans lui, le montant serait de 7 milliards d'euros ce qui reste colossal par rapport aux autres années.

Une immensité non sans conséquence car nous nous doutons que la prudence doit être de mise, malgré le fait que les taux, très faibles voire négatifs, incitent à la hausse des valorisations. Ces tailles impliquent des risques supplémentaires, notamment de potentielles difficultés de remboursement qui pourraient avoir des conséquences très lourdes sur le secteur de la cible, ses consommateurs et fournisseurs, si cette dernière était amenée à être fragilisée, ou pire.

### *C. La diversification des approches par les fonds LBO*

Ces dernières années, le marché du LBO, en raison de son efficacité, a entraîné une concurrence de plus en plus accrue. Cette forte concurrence ainsi que la hausse des prix des actifs à conduit, en 2018, à une réduction du nombre d'opérations, qui s'est établit à 2 940 transactions à travers le monde. En revanche, la valeur totale a quant à elle progressé de 10% à 513 milliards d'euros<sup>41</sup>.

Dans ces conditions de concurrence accrue et de valorisations de plus en plus conséquentes, rendant difficile la recherche de cibles et donc la réalisation de transactions, les fonds LBO se retrouvent avec des montants levés non encore investis (dry powder) de plus en plus conséquents. En 2018, le dry powder des fonds LBO atteignait un montant historique de 700 milliards de dollars, contre 525 milliards en 2017. Ces chiffres sont à mettre en lien avec les 2 000 milliards de dollars du total des fonds de private equity.

En raison de cette surabondance de fonds non-investis, les fonds LBO sont prêts à prendre beaucoup plus de risques, et sont contraints aujourd'hui de diversifier leurs stratégies d'acquisition. Cette diversification prend plusieurs formes.

#### ***Des cibles de moins en moins performantes impliquant des détentions plus longues du capital.***

Les opérations « simples », avec des entreprises performantes, dont l'activité est lisible, pérenne, sont désormais soumises à la concurrence des autres fonds d'investissement, comme les fonds de pension, qui viennent réaliser des investissements directs. Les fonds LBO vont donc chercher des cibles moins prometteuses, moins performantes, auxquelles ils feront prendre un virage dans plusieurs années.

---

<sup>40</sup> Spécialiste de médecine nucléaire, sa valorisation est de **12 fois l'EBITDA**.

<sup>41</sup> 10<sup>e</sup> rapport annuel de Bain & Company

Ainsi, cela entraîne aussi une détention plus longue du capital, pour s'assurer de la performance retrouvée ou trouvée de la société acquise. Ces deux éléments entraînent de fait une progression indéniable de la prise de risque de la part des fonds LBO, prise de risque supplémentaire à mettre en lien avec l'ensemble des risques mentionnés plus haut.

***Des stratégies « buy-and-build » en constante progression chez les fonds LBO.***

Avec ce paysage concurrentiel qui s'est intensifié dans le private equity et la progression des multiples de valorisation, les investisseurs ont cherché à créer de la valeur différemment qu'avec une stratégie classique du LBO « buy-and-improve ». En conséquence, les fonds LBO ont élargi leurs capacités de création de valeur au travers de la stratégie « buy-and-build », et notamment à Londres pour l'Europe. Le concept de cette stratégie est celui d'un LBU, c'est-à-dire l'acquisition d'une société cible, en vue de réaliser ultérieurement des acquisitions supplémentaires dans le même secteur avec un principe simple « l'ensemble est supérieur à la somme de ses parties » qui considère que les synergies apportent une véritable valeur ajoutée.

Les stratégies de « buy-and-build » représentent désormais 50% de l'ensemble des transactions et sont très populaires aux États-Unis, et de la M&A à grande échelle. En réalité, nous constatons ici une certaine mutation entre le capital transmission et le capital développement, la différence étant principalement liée à l'objet de l'acquisition.

## CHAPITRE 4 – LES DIFFICULTES ET CONTRAINTES INDUITES PAR CES MONTAGES

### I. LES PRINCIPALES CAUSES DE DIFFICULTES DES OPERATIONS DE LBO

#### A. Causes profondes et facteurs aggravants

De manière générale, nous recensons 3 causes profondes entraînant une ou plusieurs difficultés.

De prime abord, la conjoncture du secteur dans laquelle est réalisé le LBO est la première cause fondamentale de difficultés. Celle-ci peut entraîner une baisse de l'activité, une progression des charges d'exploitation, l'apparition de nouveaux coûts et de potentiels investissements exceptionnels. Ces éléments, néfastes pour la bonne exécution de l'opération, mettent en péril son succès en réduisant la capacité de remboursement de la société acquise, à l'origine du montage.

La seconde cause profonde est liée à l'inadéquation d'un montage selon plusieurs éléments :

Un **business plan trop ambitieux** avec des hypothèses de croissance surestimées, des hypothèses de variation de BFR sous-estimées, des niveaux d'investissements sous-évalués.... Au regard des opérations réalisées ces dernières années, nous constatons généralement qu'un business plan trop ambitieux se ressent dans les 2 ou 3 premiers exercices suivant le closing de l'opération.

Une **valorisation trop conséquente** comme évoquée précédemment vient également rendre le remboursement de la dette plus difficile. Cet élément est d'autant plus vrai aujourd'hui au regard des multiples atteignant facilement, selon les secteurs, 10 fois l'EBITDA.

Enfin, un **montage très tendu**, c'est-à-dire avec des covenants très relâchés, viendra réduire les marges de manœuvres, pouvant faire aboutir à des situations de sous-investissements par la cible réduisant notamment sa compétitivité vis-à-vis des autres concurrents du secteur.

La troisième et dernière des causes profondes est celle du changement de l'équipe dirigeante au sein de la société cible. En Europe, nous constatons qu'un grand nombre d'échecs des opérations de LBO sont liés à une défaillance de l'équipe dirigeante ; défaillance elle-même entraînée par une mauvaise anticipation de la part des investisseurs.

A ces causes profondes s'ajoutent des facteurs aggravants, représentés par des opérations venant accroître le risque de défaillance des LBO.

Le premier facteur aggravant constitue **les prêts et les avances consentis par la cible** à la société holding, car elles sont opposables juridiquement par l'article 217-9 de la loi du 2 juillet 1966<sup>42</sup>.

Le second facteur est celui de la **remontée de dividendes de la cible vers la holding**, potentiellement additionnée par des management fees, qui sont trop importants au regard des capacités de la filiale, venant fragiliser sa structure financière.

Le troisième et dernier facteur que nous mentionnerons ici est la **cession d'actifs** par la cible, venant réduire ses revenus à moyen terme. Si la cible cède les biens pour lesquels elle est propriétaire, elle percevra de la trésorerie immédiate lors de la vente mais perdra ses loyers en contrepartie.

### *B. Le mur de la dette*

La cible d'un LBO se confronte à trois niveaux de difficultés potentiels.

- Son exploitation permettant le remboursement de la dette mais ne satisfaisant pas les clauses associées aux financements bancaires contractés
- La cible est rentable mais ne parvient plus à pallier le remboursement de l'endettement
- La cible n'est plus rentable en raison de conjonctures, rendant nécessaire le fait de restructurer la dette d'acquisition ainsi que son organisation interne

Dans ces trois cas, il est tout de même nécessaire de renégocier la dette et souvent de faire un avenant au contrat. Lorsque nous sommes dans le contexte d'une diminution de l'endettement, il est possible de parler, selon Agefi<sup>43</sup>, de Deleveraged Buy Out (DBO).

Si la situation est critique, il sera nécessaire de faire appel à un fonds de retournement.

Aujourd'hui, nous constatons un véritable problème de renégociation des dettes, amplifié par un phénomène d'augmentation des montants des dettes, exprimés par le précédent graphique, avec des conditions de plus en plus tirées comme vu précédemment. Au sein même du service grands comptes de la Caisse d'Épargne, nous constatons une démultiplication des demandes de waiver afin de faire des avenants aux contrats, notamment sur les covenants de leverage et de gearing.

Nous savons qu'il est devenu aujourd'hui commun d'engager des crédits en sachant qu'un refinancement aura lieu lors de la dernière annuité. Or aujourd'hui, des difficultés peuvent être rencontrées dans le cadre d'un refinancement des LBO, et notamment en Europe.

---

<sup>42</sup> « Une société ne peut avancer des fonds, accorder des prêts ou consentir une sûreté en vue de l'achat de ses propres actions par un tiers »

<sup>43</sup> « Les LBO en pleine restructuration » Fabrice Anselmi, 2009

En effet, une difficulté prend source au sein du secteur bancaire, celui des normes prudentielles Bâle III, qui s'appliquent désormais aux banques européennes. Les exigences supplémentaires en termes de fonds propres, et les contraintes de quantification du risque d'effet de levier et de liquidité entraînent une difficulté supplémentaire limitant les banques à refinancer les dettes LBO. Ici un élément est à prendre en considération.

En raison de ces contraintes et nouvelles normes, les banques choisiront ainsi de refinancer les dossiers avec les plus grandes qualités, nous sommes ainsi à même de nous interroger concernant les dossiers de qualité moindre et qui, ainsi, ne pourront pas forcément se refinancer. Tout du moins, la solution du refinancement n'émanera plus du secteur bancaire.

Avec ce recul des établissements bancaires, les sociétés devront trouver la solution auprès des marchés européens, ou américain du High Yield, et comme le suppose le rapport de linklaters<sup>44</sup>, les CLOs devraient ainsi voir leur attractivité progresser, en supposant que ces instruments réussissent à respecter les conditions du marché.

Comme insiste Standard and Poor's à ce sujet, il est vrai qu'une alerte concernant une « bulle LBO » et un « boom » du marché de la dette est à craindre lorsque l'on constate aujourd'hui les conditions du marché. *Nous pouvons noter que nous avons été sollicités, BPCE, à participer très récemment à un financement syndiqué LBO de près d'un milliard d'euros (sur une valorisation de plus d'1,5 milliards d'euros), avec une marge de 3,25%, euribor flooré à 0 (en raison des taux négatifs), en sachant que ce financement était 100% in fine.* Notre établissement a décliné l'opération en revanche l'opération a bien pu être réalisée auprès de nos confrères.

Cela illustre parfaitement la situation dans laquelle nous sommes aujourd'hui. Les refinancements sont de plus en plus communs face à des murs de dettes de plus en plus conséquents<sup>45</sup>, il est aujourd'hui important d'anticiper la réalisation de ces derniers en amont des financements pour ne pas se retrouver face à des situations critiques dans lesquelles la société, 7 ans plus tard, se retrouve sans possibilité de refinancement, ou avec des instruments inadéquats.

---

<sup>44</sup> "Negotiating Europe's LBO debt mountain" - 2012

<sup>45</sup> Les conditions sont tirées avec des multiples de valorisation atteignent des niveaux historiques

## II. UN MECANISME FAILLIBLE

### A. *Lorsque les résultats ne sont pas au rendez-vous*

Nous avons pu constater que les LBO sont assujettis à des risques multiples notamment induits par l'effet de levier et le mécanisme dans son ensemble. Néanmoins, les accidents de parcours restent toujours possibles et ne peuvent être évincés, ces derniers pouvant fortement impacter la réussite des montages LBO, réussite restant basée sur l'hypothèse d'une forte croissance de la valeur de l'entreprise. Un ralentissement de l'activité menacerait la rentabilité de la cible pour les actionnaires et potentiellement sa solvabilité concernant le remboursement de la dette aux créanciers.

Dans ce contexte, le rôle du management en place devient absolument décisif car ce dernier se doit de prendre des mesures rapides voire immédiates afin de pouvoir rétablir la situation ou trouver une alternative, en relation avec les actionnaires. Ces actions seront généralement matérialisées par un ralentissement des investissements, une réduction plus importante des coûts dans la mesure du possible, afin de préserver au maximum la marge et de pouvoir ainsi faire face aux intérêts de la dette.

Lorsque ces mesures ne suffisent pas la situation peut conduire à des mesures drastiques voire dramatiques pour la cible. Parmi-elles, le rallongement de la dette, la réduction de la masse salariale, la cession d'actifs, la fermeture de site, et autres. En théorie, lorsque ces éléments interviennent, la cible et le LBO vont rentrer dans une spirale baissière qui entraînera très certainement le départ de ses meilleurs éléments et de ses meilleurs actifs.

En réalité, en raison d'un montage souvent tendu, avec des covenants tirés, et en raison de l'endettement conséquent supporté par la cible, une conjoncture économique défavorable, un élément exogène impactant ou tout autre élément susceptible de mettre à mal la société sur un exercice peut conduire à cette spirale. Sans le montage, nous ne retrouverions certainement pas ces mêmes conditions, ce qui aurait pu potentiellement permettre à la société de pouvoir s'en sortir d'une meilleure manière, ou en tout cas de moins pâtir de ces éléments néfastes. Cela traduit notamment la fragilisation d'une société lorsque cette dernière se trouve sous LBO, par rapport à une société d'exploitation comparable au sein d'un groupe familial, par exemple.

Enfin, sans autre éventualité, la situation conduirait jusqu'à la vente de la cible à un repreneur. Toutefois cette dernière éventualité est caractérisée par une forte réduction de la valeur et donc du prix de la cible, le repreneur posera ainsi ses conditions.

Bien entendu, si l'entreprise entre en cessation des paiements, il sera désormais de l'ordre de la justice de prendre en main le dossier, avec les procédures collectives visant à rétablir la situation de la société.

### *B. Quelques échecs et fonds « vautours »*

Comme résultante des risques que nous avons pu évoquer, les déconvenues ont rythmé le marché des LBO, notamment cette dernière décennie. Profitant de l'abondance de liquidité issue des junk-bonds, le marché du LBO a contribué, par ses deals historiques en termes de valeur, au succès si médiatisé, sans pour autant être glorificateur, du monde de la finance.

Comme constaté auparavant, les opérations de LBO ne sont pas toujours viables et les exemples de Vivarte et de Solocal en sont des exemples marquants. Comme causalité, nous le savons, la première décennie de 2000 a été celle de l'irrationalité où les actionnaires et les fonds ont adossé des dettes parfois considérables aux entreprises. En plus des endettements considérables, ce sont également les acquisitions de sociétés réalisant plus d'un milliard d'euros de chiffre d'affaires sur des secteurs matures (croissance inférieure à 3%) et très concurrentiels qui sont réalisées. Ce sont également des management fees avec des montants très élevés pour les dirigeants, qui n'entraînent pas de réelle création de valeur.

Selon beaucoup d'analystes, la causalité de l'échec réside dans les investissements, qui, lorsque la situation se détériore, se contractent alors qu'il serait nécessaire de les approvisionner davantage. L'investissement, le moteur de la croissance endogène, fut parfois oublié par les fonds d'investissement dans l'objectif de dégager le plus de free cash-flow possible et le plus de rentabilité possible. La course au remboursement de la dette et la course à la valorisation de l'exit restait l'objectif premier des investisseurs au détriment de CAPEX en interne, ces éléments s'additionnant à la réduction des coûts opérés dans le cadre des opérations de LBO.

### **SoLocal**

Cette entreprise, fruit de la fusion des annuaires de France Télécom (aujourd'hui orange) et de l'office d'annonces Havas, se débat avec une dette d'1,1 milliard d'euros, héritée d'une opération de LBO initiée en 2006.



La nécessité de liquidités de la part de France Télécom entraîne la vente de ses 54% de participations (pages jaunes) à KKR et Goldman Sachs, pour 3,3 milliards d'euros (soit une valorisation de 6 milliards). Ce fut le plus gros LBO jamais réalisé en France, financé par endettement à 84%.

En effet au départ, la société est plus que pérenne en réalisant 500 millions d'euros de profits chaque année et détient le même montant en trésorerie, l'annuaire papier est une activité très résiliente, bien margée et permettant un versement de dividendes certains.

Puis la crise financière passe par là, le marché de l'annuaire papier s'effondre par les nouveaux usages permis via l'internet et la valorisation s'effondre en conséquence, à 800 millions d'euros. La société continue de verser des dividendes à KKR pour le remboursement de la dette sur la holding Mediannuaire, et pas pour le remboursement de dettes sur la société en propre, entraînant des refinancements, des waivers et des reports d'échéances. Des mesures coûteuses dégradant d'autant plus la situation de la société. Finalement ça sera la trésorerie du groupe qui servira au remboursement de la dette.

La meilleure illustration reste le cours de bourse de SoLocal depuis sa création, afin de constater l'ampleur des dégâts :



Figure 14 : Évolution du cours de bourse de la société SoLocal (source : Boursorama)

### Vivarte

Le spécialiste de l'habillement (André, Caroll, La Halle, Kookaï, ...) a connu trois LBO successifs dans les années 2000 alors que ses conditions de marché se dégradait continuellement.

Il est aujourd'hui à la dérive, très ralenti par un LBO ambitieux alors que la concurrence des e-commerçants est très rude. Comme cause originelle, un LBO avec un remboursement annuel de la dette équivalent à 80% des bénéfices. Un remboursement si élevé qu'il a empêché la réalisation d'efforts d'investissements de CAPEX en interne, comme sur les budgets de marketing et communication, sur la modernisation des points de ventes, CAPEX absolument nécessaires, essentiels afin de faire face à son premier concurrent, Primark.

Les conséquences sont multiples, plus de 4000 licenciements (17 000 salariés), une direction tournante avec plus de 5 PDG différents depuis 2012, la cession d'actifs stratégiques, des actionnaires volatiles, une activité qui s'érode, etc.

**Les LBO du prêt-à-porter Camaïeu et IKKS** suivent le même chemin avec des renégociations multiples avec les créanciers notamment sur l'allongement de la maturité de la dette et sur la structuration du financement, avec des difficultés liées à la mauvaise anticipation de la menace e-commerce en concomitance avec une dette très élevée venant amoindrir les capacités d'adaptation des groupes.

### **Toy'R'Us**

Toy's R'Us, la multinationale du jouet, avait annoncé en mars 2018 la liquidation de la quasi-totalité de ses 1 500 magasins à travers le monde menaçant 35 000 emplois. Comme élément de causalité, la dette de 5 milliards d'euros qu'elle ne parvient pas à rembourser face à une concurrence décuplée par les sites en ligne et les nouvelles habitudes de consommation (plus de téléphone, moins de jouets). Mais globalement, une enseigne aussi grande aurait pu s'en sortir en déployant les moyens nécessaires en interne (communication, marketing, modernisation du site interne...). Mais les actionnaires, KKR et Bain Capital se sont endettés à hauteur de 7,5 milliards de dollars pour acquérir le groupe. En 2016, les intérêts de la dette du groupe étaient l'équivalent de 100% de ses bénéfices (460 millions de dollars).

Il existe bien entendu une multitude d'échecs ayant eu lieu à la suite de la récession de 2008, à partir du moment où, comme nous l'avons vu, les anticipations n'étaient pas les bonnes et où la prise de risque était trop élevée. Parmi eux les plus emblématiques, TXU, RJR Nabisco ou encore Caesars entertainment. Plus proche de nous, nous retrouvons Terreal, Saint-Gobain Desjonquères, Frans Bonhomme, Gérard Darel, et d'autres.

Ce que l'on peut constater, c'est que, fondamentalement, le modèle d'expansion des LBO, financé par la dette, ne semble pas adapté aux industries cycliques ou exposées à des risques conjoncturels

forts, comme c'est le cas dans le prêt-à-porter et le jouet, par exemple. Les fonds d'investissement comme KKR agissent dans leur intérêt c'est-à-dire dans une logique avant tout financière, ce qui peut entraîner des difficultés opérationnelles, surtout lorsque ces derniers sont majoritaires.

Également, les fonds d'investissement étant à la fois prêteurs et emprunteurs, il existe forcément des conflits d'intérêt permanents au sein de ces opérations. Enfin, des comportements parfois extrêmement agressifs de la part des investisseurs, que ce soit au début des années 2000 pour Vivarte et SoLocal, ou post-crise pour Toys'R'Us, ont forcément joué un rôle prédominant dans leur dérive, avec des montages beaucoup trop tendus, ne laissant pas la place aux potentiels chocs exogènes, qui malheureusement eurent lieu pour les exemples mentionnés ci-dessus.

Ces exemples marquants nous permettent également d'affirmer que les plus grands deals, avec des entreprises qui semblent solides et pérennes, ne sont pas forcément des paris gagnants et peuvent s'illustrer comme de périlleux investissements comme ce fut le cas pour Toys'R'Us, TXU, RJR Nabisco et d'autres. Échecs vraisemblables, ces opérations ne doivent cependant pas dissimuler le succès grandissant et retentissant des autres LBO. Les opérations de LBO, bien que critiquables, restent un véhicule de financement performant au sein du private equity, et fonctionnent plutôt bien dans leur globalité. En revanche, le LBO est forcément plus critiquable lorsqu'il s'agit de fonds vautours intervenant sur le montage.

Concernant les fonds dits « vautours » nous citerons le responsable américain de Distress Debt : « mon métier consiste à dégoûter les autres fonds, à racheter leur dette à vil prix, à me refaire en cédant les actifs à la casse » (2014). Cela reste un cas parmi tant d'autres, en revanche les faits ne viennent pas forcément contredire ce responsable.

Ces fonds vautours usent de méthodes de fragilisation et de déstabilisation, en essayant de prendre le contrôle de la société par le biais d'investissements massifs en capital dette. Concrètement, tous les moyens sont bons pour affaiblir la société cible, que ce soit par l'émission de rumeurs pour les clients, fournisseurs, opérateurs bancaires, d'assurance, de campagnes d'influence ou de communiqués de presse non fondés. Face à cela, le dirigeant aura plusieurs possibilités, céder et fuir pour éviter l'échec, en accord avec le conseil d'administration, ou s'opposer, au prix de sa réputation et de sa carrière.

Il va de soi que ces fonds vautours sont marginaux et malgré le manque d'informations et de données sur ce domaine, il semble peu probable que ces derniers détiennent des plans d'affaires viables.

Parmi les dossiers récents ayant été victimes de fonds vautours, nous pouvons citer comme exemple les dossiers SGD (fabricant de flacons), Monier (produit de toiture), Partouche (casino/jeux), Arc (promotion immobilière) et Belvédère (boissons et spiritueux).

### III. UN MECANISME D'INCITATION POUR LES MANAGERS

#### A. *Pour les managers des fonds et des entreprises cibles*

##### ***Les managers des fonds***

Tout d'abord, il est à noter que, selon Metrick et Yasuda, les managers de fonds de LBO ont des rémunérations supérieures à celles des managers de fonds en capital risque, en raison de la progression rapide de la taille des fonds de LBO comparée à celle des fonds de capital-risque. Cette rémunération se décompose en deux tiers de part fixe, et du reste en part variable selon les performances réalisées, pour les fonds LBO.

En France, les fonds, de tailles réduites par rapport aux fonds anglo-saxons, offrent des commissions de gestion de l'ordre de 3% des sommes disponibles, donc non-investies, ce qui ne constitue pas réellement une incitation majeure pour accroître la taille des opérations sans prendre en compte la rentabilité de l'opération. Pour les fonds de grande taille, avec plusieurs milliards d'euros d'actifs sous gestion, le mode de rémunération n'exclut pas l'éventualité que les rémunérations incitent les managers des fonds à réaliser des acquisitions dans le but d'accroître leurs commissions de gestion. Cela entraîne un problème d'agence avec des comportements opportunistes et de discrimination moindre des projets, comme c'est le cas aujourd'hui avec l'expansion de l'économie et la conjoncture dans laquelle les liquidités sont abondantes, et où les taux d'intérêts sont très faibles. Un autre problème d'agence provient de la diversification des activités des fonds d'investissement, dans des domaines qui ne relèvent pas forcément de leur compétence principale. Parmi ces activités se trouvent celles du rachat de dette, d'actifs, d'infrastructures, et de prise de participation dans des sociétés cotées. Cette diversification, comme nous avons pu voir, provient notamment des nécessités croissantes d'investissement des sommes levées.

Enfin, la question de l'investissement des managers à titre personnel dans les sociétés acquises se pose. Ces investissements restent très fortement inférieurs aux sommes investies par les dirigeants, qui misent jusque 2 ans de salaire dans la holding de contrôle (Bancel, 2009). Cela peut impliquer un manque d'implication des managers concernant le devenir de la société cible.

### ***Les managers de la cible et le management package***

Les management package, initialement destinés à réconcilier les intérêts entre les dirigeants de la cible et les managers des fonds d'investissement, constituent des éléments essentiels en terme d'avantage compétitif dans le processus de M&A.

Nous avons pu constater en première partie la préférence des dirigeants à céder leur entreprise à des fonds plutôt qu'à des concurrents, notamment car le concurrent aura les compétences managériales nécessaires pour le remplacement des managers de la cible, ce dont ne dispose pas les fonds d'investissements. Ces derniers vont par conséquent proposer des systèmes de management package les plus incitatifs possibles dans le but de conserver les hommes clés, la force managériale, dans la structure. L'impartialité des cadres dirigeants en place sont donc un facteur clé de succès à prendre en compte dans le processus de cession de la société cible. Il est à noter que les management package font encore aujourd'hui l'objet de concurrence entre les fonds d'investissements. Ici, une question se pose, il n'est pas limpide d'affirmer que la pratique du management package soit de nature à générer des conditions de management avec la plus grande sérénité. Pour faire le rapprochement avec le centre d'affaires, de manière générale, nous constatons que les management package sont réservés à un cercle très étroits de collaborateurs, c'est-à-dire généralement l'équipe de direction. En réalité, ce système d'incitation est élargi aux décisionnaires susceptibles d'avoir des décisions impactantes sur le business plan.

Ce cercle restreint suppose des interrogations sociales voire sociétales avec d'un côté des dirigeants qui percevront des sommes d'argent très conséquentes tandis que d'autres cadres dirigeants et salariés ne seront nullement bonifiés par les plus-values générées par la cession. Au-delà du jugement moral, il est ici question de supposer que si les salariés en sont informés, ceci pourrait conduire à la défaillance du modèle avec l'apparition de potentiels conflits sociaux entre les différentes parties, des relations sociales dégradées venant affecter l'efficacité du modèle.

Les dirigeants de la cible se voient également proposer de travailler avec des repreneurs potentiels, fonds d'investissement ou créanciers, pouvant mener à un nouveau management package plus attractif. En réalité, la loyauté des décisionnaires de la cible est un atout majeur pour le succès de l'opération, mais constitue un enjeu difficile à appréhender. Enfin, cela n'illustre de toute évidence pas un management serein pour la société faisant l'objet du LBO.

En dernier lieu, il existe également un risque de conflit d'intérêt à partir du moment où les dirigeants sont actionnaires de la holding et gestionnaires de la société d'exploitation (société cible). Le transfert de la valeur de la société cible (sous forme de dividendes) à la holding doit rester dans le cadre légal. L'intérêt social doit quant à lui être préservé pour la cible, malgré la difficulté d'appréhension de cette notion.

## *B. Légitimité sociétale des fonds LBO*

### ***Pression accrue sur les salariés***

Nous constatons globalement un conglomérat d'organisations syndicales des salariés fermement opposés aux opérations de LBO, considérées comme le totem de la « financiarisation de l'économie », et comme contraires aux intérêts des salariés. Les LBO, avec la focalisation sur l'efficacité, les performances, la productivité, les cessions d'actifs, l'élimination des syndicats revendicatifs, et autres, laissent apparaître une certaine ambiguïté vis-à-vis de la précarité des salariés. Au regard du livre de Bonnard et Mermet<sup>46</sup>, les salariés sont « les grands perdants des LBO », n'ayant pas de gains/rémunérations supplémentaires tandis que la pression, elle, croît.

Les LBO sont aussi connus pour leur recentrage sur le core business<sup>47</sup>, pouvant impliquer la réduction du nombre d'activités de la cible, notamment périphériques, potentiellement jugées « moins performantes ». Cela vient accroître le risque pour les salariés de ces activités, d'autant plus si ces derniers ont une compétence très spécifique et dépendant ainsi d'un seul métier, d'une seule compétence.

La nature même du LBO est un modèle visant à mobiliser l'intégralité des outils disponibles afin d'amplifier la génération de cash-flow pour rembourser sa dette. De fait, la pression de la dette ainsi que les intérêts actionnaires-dirigeants entraînent une diminution des marges de négociation concernant les revendications salariales, et fragilisent très fortement les pouvoirs de négociation des syndicats.

Enfin, les LBO sont relativement connus pour leurs multiples changements de direction, avec le recours, notamment, à des LBO secondaires, tertiaires, etc. venant affaiblir nettement la construction d'un dialogue social équilibré avec les salariés.

---

<sup>46</sup> Jacquillat Bertrand, Pastré Olivier. *Revue d'économie financière*, n°93, 2008.

<sup>47</sup> Expression anglo-saxonne signifiant le cœur de métier d'une société ou d'une activité commerciale

### ***Légitimité fondée sur l'efficacité***

Comme les entreprises essayent de le montrer au mieux, les LBO ont une nécessité, celle de prouver leur utilité et contribution dans l'économie afin d'éviter des contrôles plus draconiens, scrupuleux, ou une nouvelle fiscalité plus rigide, catégorique. Mais les LBO, par leur forme d'organisation capitaliste, font face à de multiples oppositions.

La totalité des entreprises ont des objectifs de performances économiques et financières, mais ces dernières s'efforcent, d'autant plus dans le contexte actuel, d'afficher d'autres priorités, RSE notamment.

Les plus grandes entreprises développent de plus en plus de communications axées sur les valeurs sociétales, environnementales en lien avec le développement durable. Les PME, elles, sont ancrées dans le tissu économique local et communiquent, à juste titre, sur leur contribution économique pour leur région.

Malgré le doute prônant sur l'honnêteté et la sincérité de ces communications, force est de constater que la création de valeur actionnariale n'est plus affirmée comme l'objectif premier. Ce n'est pas le cas pour les LBO, qui assument un rôle particulier, celui d'être au service de l'actionnaire. La cible est avant tout créatrice de valeur pour l'actionariat en place et prend des risques pour cela, générant pour les tiers une certaine ambiguïté. Pour certains cela est hypocrite, pour d'autres une rupture de contrat social. Cela est d'autant plus vrai pour des pays comme la France ou l'Allemagne avec des cultures syndicales fortes, tandis que les pays Anglo-saxons considèrent dans leur culture que la société est propriété des actionnaires et sert à enrichir ces derniers.

Les LBO, toutefois, communiquent de telle sorte à prouver que l'efficacité de ce modèle, qui reste avérée, permet de faire croître une entreprise rapidement, de créer des emplois, de générer des richesses pour la région, et de manière plus rapide que les autres sociétés non soumises à un LBO. Cela a pour but de les légitimer, surtout vis-à-vis des pouvoirs publics, qui peuvent avoir un impact très fort sur les LBO, par le légal comme par la fiscalité. Au final, au sens large, la légitimité des LBO renvoie à l'acceptabilité du risque par les citoyens. Il reste tout de même à noter que, d'autant plus pour les sociétés privées, les consommateurs ignorent le concept de LBO ainsi que ses principes, tandis que les fournisseurs et clients personnes morales ne sont pas nécessairement informés de l'existence d'un LBO sur la société.

#### IV. OUVERTURE : LA POSITION DU LBO AU SEIN DE LA CRISE ECONOMIQUE DU COVID-19

De prime abord, la crise du COVID-19 a entraîné un coup d'arrêt impressionnant sur les LBO, tout en remettant en cause les opérations déjà en place. Comme nous l'avons étudié dans ce mémoire, les montages LBO sont particulièrement exposés aux effets conjoncturels. Ainsi un élément conjoncturel, d'autant plus brutal que celui du COVID-19, impliquera forcément de grandes difficultés pour les sociétés sous LBO.

Ce choc économique, provoqué par cette crise, devrait ainsi calmer un marché survolté. Les taux d'intérêts, carburant des opérations de LBO, conserveront vraisemblablement de faibles niveaux dans le futur proche. En revanche, l'atmosphère sera métamorphosée, la défaillance d'entreprises sera inévitable tandis que l'aversion au risque devrait refaire apparition. Cet arrêt de l'économie mondiale compliquera les sorties de fonds d'investissements LBO, avec une réalisation de plus-value qui risque d'être tourmentée.

Dans ce contexte de crise économique mondiale, le ministre de l'économie et des finances, M. Bruno Le Maire précisait, dans une déclaration du 27 mars 2020, que les aides de l'État n'étaient pas compatibles avec les distributions de dividendes. Cela faisant sens dans la mesure où ces aides n'ont pas comme objectif l'enrichissement des actionnaires, mais celui de préserver des emplois et le tissu économique français dans son ensemble.

Ces restrictions viendront ainsi à l'encontre des opérations de LBO, reposant sur le principe fondamental du versement de dividendes à la holding d'acquisition pour le remboursement de l'emprunt contracté.

Ainsi la majorité des sociétés sous LBO ne pourront bénéficier de ces mesures exceptionnelles tandis qu'elles pâtiront d'un ralentissement inévitable de leur croissance, ce qui impactera indéniablement les niveaux de couverture des dettes. Nous rappelons que la moyenne des LBO a été réalisée à plus de 11 fois l'EBITDA<sup>48</sup> en 2018, ce qui, au terme du LBO, pourrait rendre d'autant plus compliqué les refinancements des dettes, qui seront eux-mêmes plus nombreux en raison de ces défaillances économiques ! La mode du capital investissement pourrait ainsi se voir ternie...

---

<sup>48</sup> Selon sa définition générique, ce ratio ayant une définition variable de ce qu'il recouvre



## CONCLUSION

Les opérations de LBO constituent une technique attractive permettant de trouver une réponse performante à la fois pour les investisseurs avec leur problématique d'investissement, et pour les dirigeants avec leur problématique de transmission. Ce montage témoigne d'une efficacité indéniable tant en termes de retour sur investissement pour les investisseurs qu'en termes de performances des sociétés acquises, faisant des LBO un modèle efficace de financement d'acquisition d'entreprises.

En revanche, en finance, il n'existe pas de montage miracle permettant d'allier grande efficacité et faible risque. Ainsi les montages LBO comportent un risque intrinsèque élevé au-delà des risques propres de la société faisant l'objet de l'acquisition. Cette étude démontre que si la réussite de l'opération procure des avantages et un enrichissement certains, l'échec de l'opération, lui, peut se traduire par des pertes sans fin et la disparition de la société.

Le marché du private equity poursuit son évolution au rythme des sociétés qui financent leur croissance par ce biais. La tendance récente à l'augmentation des opérations de LBO s'explique par des facteurs spéculaires, avec des valorisations accrues, ainsi que par des facteurs cycliques comme l'abondance de capitaux privés et les très faibles taux d'intérêt que le monde connaît aujourd'hui. Les conditions actuelles de marché favorisent la réalisation de montages LBO et entraînent la réalisation de montages de plus en plus agressifs, illustrés par covenants financiers sans aucune marge de manœuvre, amoindrissant la maîtrise du risque et venant fragiliser davantage la société acquise, souscripteur de sa propre dette d'acquisition.

Les risques induits par ces montages en font une technique complexe, où les leviers générés ne suffisent pas à garantir le succès de l'opération.

Le vent de panique financière qui accompagne aujourd'hui la propagation du COVID-19 souligne la fragilité de cet environnement. La chute des valorisations boursières tranche avec les multiples d'acquisitions records récemment atteint dans le private equity. Cette crise du coronavirus entraîne avec elle un coup d'arrêt brutal des opérations de LBO, et remet en cause les opérations déjà signées, ce qui pourrait calmer brutalement un marché du LBO qui était survolté jusque début 2020.

Sur le plan conceptuel, cette étude prend sa source dans un environnement économique précédent la crise du COVID-19 et mériterait d'être approfondie en prenant davantage en compte cette crise sans précédent ainsi que son impact sur le modèle dans le futur.

Sur le plan méthodologique, nos analyses se cantonnant à une douzaine d'opérations comparables, il est nécessaire de prendre du recul quant aux résultats, tandis qu'une analyse actuelle sur plusieurs centaines d'opérations comparables serait davantage prolifique à nos interprétations. Il n'en reste pas moins que sur le plan opérationnel, les études menées sur les LBO et leurs risques restent anciennes pour la plupart tandis que ce phénomène prend une ampleur considérable ces dernières années au regard de ce que nous pouvons constater au centre d'affaires et de l'ampleur du marché du capital transmission.

De multiples interrogations restent encore sans réponse tandis que de nouvelles apparaissent en plein cœur de la crise actuelle. La plus effervescente reste sans nul doute de connaître l'avenir de ce modèle post-crise, savoir si le concept théorique sera amené à être modifié, et si oui, de quelle manière. Force est donc de constater que les opérations de LBO tendent vers une sophistication croissante de leur montage, résultat de nombreux phénomènes, avec un nouvel environnement économique, de nouveaux acteurs et potentiellement de nouvelles réglementations. Finalement, cela nous permet ainsi de laisser libre cours à notre imagination afin supposer l'avenir que ce modèle a devant lui.

## BIBLIOGRAPHIE

Jacquillat Bertrand, Pastré Olivier. Avant-propos. Dans : *Revue d'économie financière*, n°93, 2008. Les fonds de *private equity* pp. 9-12.

Bonnand Gaby, Mermet Emmanuel. Les risques sociaux des LBO : un point de vue syndical. Dans : *Revue d'économie financière*, n°93, 2008. Les fonds de *private equity* pp. 115-124.

Merle Christian, Stoclin Hubert. L'expérience américaine : L'essor des OPA et LBO financés par la dette. In: *Revue d'économie financière*, n°5-6, 1988. À propos de la crise financière : les relations entre finance et économie, sous la direction de Christian de Boissieu et Yves Ullmo. pp. 131-146.

Daudé Bénédicte. Une approche éthique des fonds de LBO : un financement à effet de levier patrimonial ?. Dans : *Revue d'économie financière*, n°93, 2008. Les fonds de *private equity* pp. 167-178.

Nouy Danièle. Système bancaire et risque *private equity*/LBO. Dans : *Revue d'économie financière*, n°93, 2008. Les fonds de *private equity* pp. 125-144.

Artus Patrick, Ducos Philippe, Lecointe François. Rachats d'entreprise avec endettement (LBO et MBO) : motivations micro-économiques, effets sur l'efficacité des entreprises et risques macro-économiques. Dans : *Économie & prévision*, n°102-103, 1992-1-2. Micro-économie appliquée. pp. 89-104.

## SITOGRAPHIE

Actualité financière avec Actufinance. (n.d.). LBO et LBI : techniques d'acquisition et transmission d'entreprises. [En ligne] Disponible sur : <https://actufinance.fr/fusions-acquisitions/lbo-lbi-effet-levier.html>

Agence bibliographique de l'enseignement supérieur (ABES) (2020). theses.fr, explorer les 465908 thèses. [En ligne] www.theses.fr. Disponible sur : <http://www.theses.fr?q=>

Bedu, N. and Palard, J.-E. (2014). L'impact des LBO sur la défaillance des entreprises. Le cas des cibles françaises (2000-2010). Finance Contrôle Stratégie, [En ligne] (17-2). Disponible sur : <https://journals.openedition.org/fcs/1465>

WikiMemoires (2013). LBO : Mode de financement d'acquisition des entreprises ? [En ligne] WikiMemoires. Disponible sur : <https://wikimemoires.net/2013/03/lbo-mode-efficace-de-financement-acquisition-des-entreprises/>

Contrepoints. (2017). Idée reçue : « Le LBO c'est le pire de ce que propose la finance ». [En ligne] Disponible sur : <https://www.contrepoints.org/2017/03/07/283204-idee-recues-lbo-cest-pire-de-proposer-finance>

La Tribune. (2013). Moody's persiste et signe : un quart des sociétés européennes sous LBO risque de faire défaut. [En ligne] Disponible sur : <https://www.latribune.fr/entreprises-finance/banques-finance/industrie-financiere/20130705trib000774292/moody-s-persiste-et-signe-un-quart-des-societes-europeennes-sous-lbo-risque-de-faire-defaut.html>

Valoxy - Expertise comptable. (2018). Les caractéristiques générales du montage LBO | Valoxy, Expert Comptable Lille. [En ligne] Disponible sur : <https://blog.valoxy.org/les-caracteristiques-generales-du-montage-lbo/>

Qu'est-ce que le LBO, ce montage financier tenu pour responsable de la faillite de Toys'R'Us ? (2018). Le Monde.fr. [En ligne] 15 Mar. Disponible sur : [https://www.lemonde.fr/les-decodeurs/article/2018/03/15/qu-est-ce-que-le-lbo-ce-montage-financier-tenu-pour-responsable-de-la-faillite-de-toys-r-us\\_5271524\\_4355770.html](https://www.lemonde.fr/les-decodeurs/article/2018/03/15/qu-est-ce-que-le-lbo-ce-montage-financier-tenu-pour-responsable-de-la-faillite-de-toys-r-us_5271524_4355770.html)

Technology, S. (2010). Fusions & Acquisitions. [En ligne] Fusions & Acquisitions. Disponible sur : <http://www.fusions-acquisitions.fr/article/dossiers-5/traitement-des-difficultes-des-lbo-1563>

Chroniques de l'Anthropocène. (2016). Gestion des entreprises : LBO et crise financière à l'origine du court-termisme. [En ligne] Disponible sur : <https://alaingrandjean.fr/2016/02/12/gestion-des-entreprises-lbo-et-crise-financiere-a-lorigine-du-court-termisme/>

Echos, L. (2011). LBO : Le Bon Outil, mais pas pour l'entreprise et ses salariés. [En ligne] lesechos.fr. Disponible sur : [http://archives.lesechos.fr/archives/cercle/2011/06/07/cercle\\_34683.htm](http://archives.lesechos.fr/archives/cercle/2011/06/07/cercle_34683.htm)

Gestiondepatrimoine.com. (2012). LBO - Leveraged Buyout - Avantages - fiscalité - crédit. [En ligne] Disponible sur: <https://gestiondepatrimoine.com/entreprise/les-points-cles/le-lbo-ou-leveraged-buy-out.html>

S, L. (2008). LBO / Private Equity - Le Capital Investissement présente-t-il un risque systémique pour les marchés financiers ? Publications Études & Analyses. [En ligne] Disponible sur : <https://www.etudes-et-analyses.com/administratif/finance/memoire/lbo-private-equity-capital-investissement-presente-t-il-risque-systemique-320422.html>

O, S. (2008). Les financements mezzanine dans les transactions LBO. Publications Études & Analyses. [En ligne] Disponible sur : <https://www.etudes-et-analyses.com/administratif/finance/memoire/financements-mezzanine-transactions-lbo-321869.html>

Toptal Finance Blog. (2018). What Are the Value Drivers of a Leveraged Buyout? [En ligne] Disponible sur : <https://www.toptal.com/finance/private-equity-consultants/leveraged-buyout>

Proxinvest. (2017). Il faut réglementer le marché de la dette et les LBO. [En ligne] Disponible sur : <http://www.proxinvest.fr/?p=4217>.

Qu'est-ce que le LBO, ce montage financier tenu pour responsable de la faillite de Toys'R'Us ? (2018). Le Monde.fr. [En ligne] 15 Mar. Disponible sur : [https://www.lemonde.fr/les-decodeurs/article/2018/03/15/qu-est-ce-que-le-lbo-ce-montage-financier-tenu-pour-responsable-de-la-faillite-de-toys-r-us\\_5271524\\_4355770.html](https://www.lemonde.fr/les-decodeurs/article/2018/03/15/qu-est-ce-que-le-lbo-ce-montage-financier-tenu-pour-responsable-de-la-faillite-de-toys-r-us_5271524_4355770.html).

AlumnEye Preparation entretien M&A, Trading, Conseil en Stratégie. (2017). Les grands échecs de l'histoire des LBOs. [En ligne] Disponible sur : <https://www.alumneye.fr/les-grands-echecs-de-l-histoire-des-lbos/>

Vignaud, M. (2019). Les autorités demandent aux banques de se montrer plus prudentes. [En ligne] Le Point. Disponible sur : [https://www.lepoint.fr/economie/les-autorites-demandent-aux-banques-de-se-montrer-plus-prudentes-18-03-2019-2302121\\_28.php#](https://www.lepoint.fr/economie/les-autorites-demandent-aux-banques-de-se-montrer-plus-prudentes-18-03-2019-2302121_28.php#)

www.fusacq.com. (2015). Qu'est-ce que l'effet de levier dans une Holding de reprise ?, FUSACQ Buzz. [En ligne] Disponible sur : <https://www.fusacq.com/buzz/qu-est-ce-que-l-effet-de-levier-dans-une-holding-de-reprise-a106418.html>

groupebpce.com. (2020). Étude économique Les Carnets de BPCE l'Observatoire 2019 Groupe BPCE. [En ligne] Disponible sur : <https://groupebpce.com/etudes-economiques/les-carnets-de-bpce-l-observatoire-2019>

Le Blog du Dirigeant. (2020). Enquête : Qui sont les dirigeants de PME ? | LBdD. [En ligne] Disponible sur : <https://www.leblogdudirigeant.com/enquete-vraiment-dirigeants-de-pme>

www.optionfinance.fr. (2019). Un nouveau régime pour la déductibilité des charges financières. [En ligne] Disponible sur : <https://www.optionfinance.fr/entreprises-finance/financement-des-entreprises-et-tresorerie/un-nouveau-regime-pour-la-deductibilite-des-charges-financieres.html>

Daxia Rojas (2019). Face à une concurrence accrue, les fonds LBO diversifient leur approche. [En ligne] L'AGEFI. Disponible sur : <https://www.agefi.fr/asset-management/actualites/etude-texte-reference/20190227/face-a-concurrence-accrue-fonds-lbo-diversifient-269070>

Les Echos. (2020). Déjà 10 milliards d'euros de deals en soute pour le LBO français en 2020. [En ligne] Disponible sur : <https://www.lesechos.fr/finance-marches/ma/deja-10-milliards-deuros-de-deals-en-soute-pour-le-lbo-francais-en-2020-1163591>

www.dealogic.com. (2018). Will 2018 LBO volume ignite a new refinancing wave? [En ligne] Disponible sur : <https://www.dealogic.com/insight/lbo-volume-refinancing-wave/>

www.dealogic.com. (2019). Jumbo LBOs drive European institutional loans. [En ligne] Disponible sur : <https://www.dealogic.com/insight/jumbo-lbos/>

Issuu. (2012). Wall of Debt. [En ligne] Disponible sur : [https://issuu.com/linklaters/docs/5368\\_lin\\_wall\\_of\\_debt\\_final\\_spreads?viewMode=singlePage](https://issuu.com/linklaters/docs/5368_lin_wall_of_debt_final_spreads?viewMode=singlePage)

www.insee.fr. (2019). PME en France – Les entreprises en France | Insee. [En ligne] Disponible sur: <https://www.insee.fr/fr/statistiques/4255717?sommaire=4256020&q=dirigeants+de+PME>

User, S. (2013). Qui sont (vraiment) les dirigeants des PME ? [En ligne] www.editions-ems.fr. Disponible sur : <https://www.editions-ems.fr/ouvrage350-qui-sont-vraiment-les-dirigeants-des-pme.html>

www.data.gouv.fr. (2017). Tranche Age des Dirigeants par Département par Secteur Activité - data.gouv.fr. [En ligne] Disponible sur : <https://www.data.gouv.fr/fr/datasets/tranche-age-des-dirigeants-par-departement-par-secteur-activite/>

www.insee.fr. (2019). Démographie des entreprises en 2018 – Répertoire des entreprises et des établissements (REE) – Résultats pour toutes les communes, départements, régions, intercommunalités... | Insee. [En ligne] Disponible sur : <https://www.insee.fr/fr/statistiques/zones/4197529?geo=FRANCE-1&debut=0>

Capital Finance. (2019). Dette LBO : le marché se prépare à un nouvel afflux de liquidité en Europe. [En ligne] Disponible sur : <https://capitalfinance.lesechos.fr/analyses/dossiers/dette-lbo-le-marche-se-prepare-a-un-nouvel-afflux-de-liquidite-1133796>

Les Echos. (2017). Vivarte, Solocal... : Empêchons le dépeçage d'entreprises par des fonds vautours. [En ligne] Disponible sur : <https://www.lesechos.fr/2017/01/vivarte-solocal-empêchons-le-depeçage-dentreprises-par-des-fonds-vautours-159916>

La Bourse au Quotidien. (2017). Les LBO, un financement à double tranchant. [En ligne] Disponible sur : <https://labourseauquotidien.fr/lbo-financement-a-double-tranchant/>

Schmitt, F. (2016). Comment SoLocal s'est retrouvée prise dans la spirale de la dette. [En ligne] Les Echos Executives. Disponible sur : <https://business.lesechos.fr/directions-financieres/financement-et-operations/credits/0211413875119-comment-l-entreprise-s-est-retrouvee-prise-dans-la-spirale-de-la-dette-301277.php>

Médiapart (2008). LBO, l'incroyable jackpot du monde fou de la finance. [En ligne] Disponible sur : <https://www.mediapart.fr/journal/economie/190608/lbo-l-incroyable-jackpot-du-monde-fou-de-la-finance?onglet=full>

La Tribune. (2009). Le LBO Desjonquères ploie sous sa dette. [En ligne] Disponible sur : <https://www.latribune.fr/journal/archives/edition-du-0902/business-industrie/137766/le-lbo-desjonqueres-ploie-sous-sa-dette.html>

Cognac, C.G.T.S.G. (2009). SGD encore revendu à un fond d'investissement "vautour", mobilisations des salariés le 22 octobre ! [En ligne] C.G.T Saint Gobain Cognac. Disponible sur : <http://cgt-cognac.over-blog.com/article-sgd-encore-revendu-a-un-fond-d-investissement-vautour-mobilisations-des-salaries-le-22-octobre-37785615.html>

Sicavonline (2007). Belvédère : cession d'actifs non stratégiques attendue prochainement - Sicavonline. [En ligne] Sicavonline.fr. Disponible sur : [https://www.sicavonline.fr/index.cfm?action=m\\_actu&ida=171347-belvedere-cession-d-actifs-non-strategiques-attendue-prochainement](https://www.sicavonline.fr/index.cfm?action=m_actu&ida=171347-belvedere-cession-d-actifs-non-strategiques-attendue-prochainement)

La Tribune. (2019). 2.000 milliards de dollars, le capital-investissement regorge de réserves de cash. [En ligne] Disponible sur : <https://www.latribune.fr/entreprises-finance/banques-finance/2-000-milliards-de-dollars-le-capital-investissement-regorge-de-reserves-de-cash-808844.html>

## TABLES DES FIGURES

FIGURE 1 : ÉVOLUTION DES MULTIPLES DE VALORISATION DES OPERATIONS DE PRIVATE EQUITY EN EUROPE .....	18
FIGURE 2 : NOMBRE DE LBO ANNONCES SUR LES ENTREPRISES FRANÇAISES ENTRE 2010 ET 2019 .....	19
FIGURE 3 : ENCOURS MONDIAUX ET EUROPEENS D'ACTIFS SOUS GESTION EN PRIVATE EQUITY .....	20
FIGURE 4 : MONTANT GLOBAL DES LIQUIDITES A INVESTIR (DRY POWDER) .....	20
FIGURE 5 : REPONSE A LA QUESTION « OU VOTRE ENTITE ACCEDERA-T-ELLE AU FINANCEMENT PAR EMPRUNT EN 2018 ? » .....	34
FIGURE 6 : QUANTITE ET VALEUR DES LBO EN EUROPE ENTRE 2010 ET 2019 .....	35
FIGURE 7 : QUANTITE ET VALEUR DES EXITS D'LBO EN EUROPE ENTRE 2010 ET 2019 .....	39
FIGURE 8 : COMPARAISON DES PERFORMANCES NETTES DES ACTEURS DU CAPITAL-INVESTISSEMENT .....	46
FIGURE 9 : DECOMPOSITION DES PERFORMANCES NETTES DU CAPITAL-INVESTISSEMENT A FIN 2018.....	47
FIGURE 10 : LES PERFORMANCES DES FONDS LBO PAR RAPPORT AUX MARCHES PUBLICS EN EUROPE, ASIE-PACIFIQUE ET ÉTATS-UNIS .....	47
FIGURE 11 : SYNTHESE DES RESULTATS OBTENUS AU TRAVERS DE L'ETUDE .....	48
FIGURE 12 : ÉVOLUTION DES RATIOS DE LEVIERS LBO AUX ÉTATS-UNIS ENTRE 2003 ET 2018.....	60
FIGURE 13 : ÉVOLUTION DES MONTANTS DES LBO SYNDIQUES ENTRE 2013 ET 2018.....	64
FIGURE 14 : ÉVOLUTION DU COURS DE BOURSE DE LA SOCIETE SOLOCAL (SOURCE : BOURSORAMA) .....	72



## SIGLES ET ABREVIATIONS UTILISES

**BFR** : Besoin en Fonds de Roulement.

**CAPEX** : Capital Expenditure.

**CLO** : Collateralized Loan Obligations.

**EBITDA** : Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and amortization.

**GAP** : Garantie Actif Passif.

**IPO** : Initial Public Offering.

**LBO** : Leveraged Buy Out .

**LMBI** : Leveraged Management Buy In.

**LMBO** : Leveraged Management Buy Out.

**M&A** : Mergers and Acquisitions.

**OBO** : Owner Buy Out.

**OC** : Obligations Convertibles.

**TRI** : Taux de Rentabilité Interne.

## GLOSSAIRE

**Amendement Charasse** : Une absence de changement de contrôle dispose l'opération sous l'amendement Charasse qui limite voire supprime la déductibilité des charges financières supportées par les membres du groupe.

**CAPEX** : Désigne les investissements relatifs à l'exploitation d'une société.

**Clause d'earn out** : Intervient dans le cadre d'une cession d'entreprise. Cette clause vise à faire verser un complément de prix au cédant, dont son montant dépendra des performances de la société cédée.

**Covenants** : Généralement caractérisés par des ratios, les covenants sont des clauses intégrées au contrat de prêt par les banques. En cas de non-respect des objectifs, ils peuvent entraîner le remboursement anticipé du prêt.

**Due diligence** : Désigne les audits d'acquisition effectués par l'acquéreur sur la cible en amont du closing, dans le but de limiter ses risques.

**High yield** : Émissions obligataires comportant un fort rendement en contrepartie d'un niveau de risque élevé.

**IPO** : Désigne l'introduction en bourse. Cette opération permet aux sociétés d'ouvrir leur capital aux investisseurs en permettant la cotation de leurs actions sur le marché boursier.

**Leverage Recapitalization** : Désigne un ré-endettement de la cible. Cela passe notamment par le versement d'un dividende exceptionnel ou par un remboursement du compte courant d'associés.

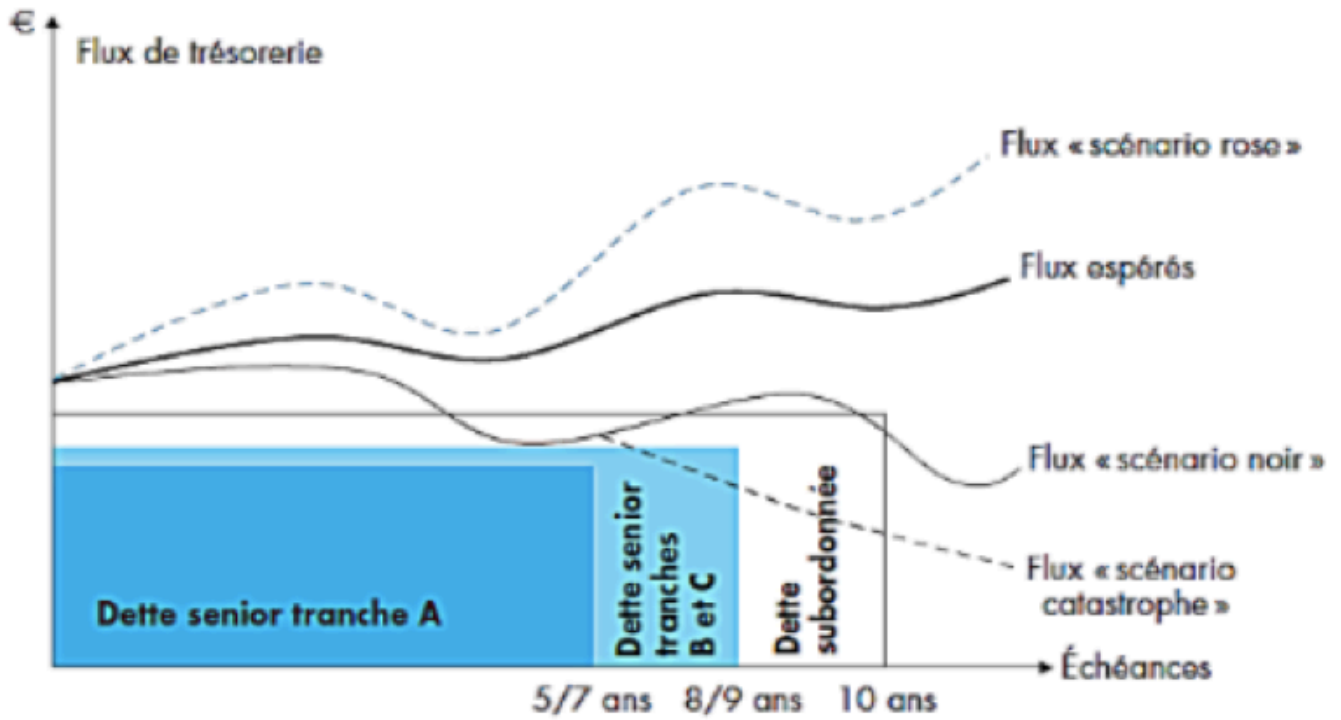
**Remboursement in-fine** : Désigne un mode de remboursement où l'intégralité du capital est remboursée en une seule fois à la dernière échéance de l'investissement.

**Syndicat bancaire** : Désigne le groupe de banques prenant part à un même Financement Senior.

**Waiver** : Désigne un avenant au contrat de prêt.

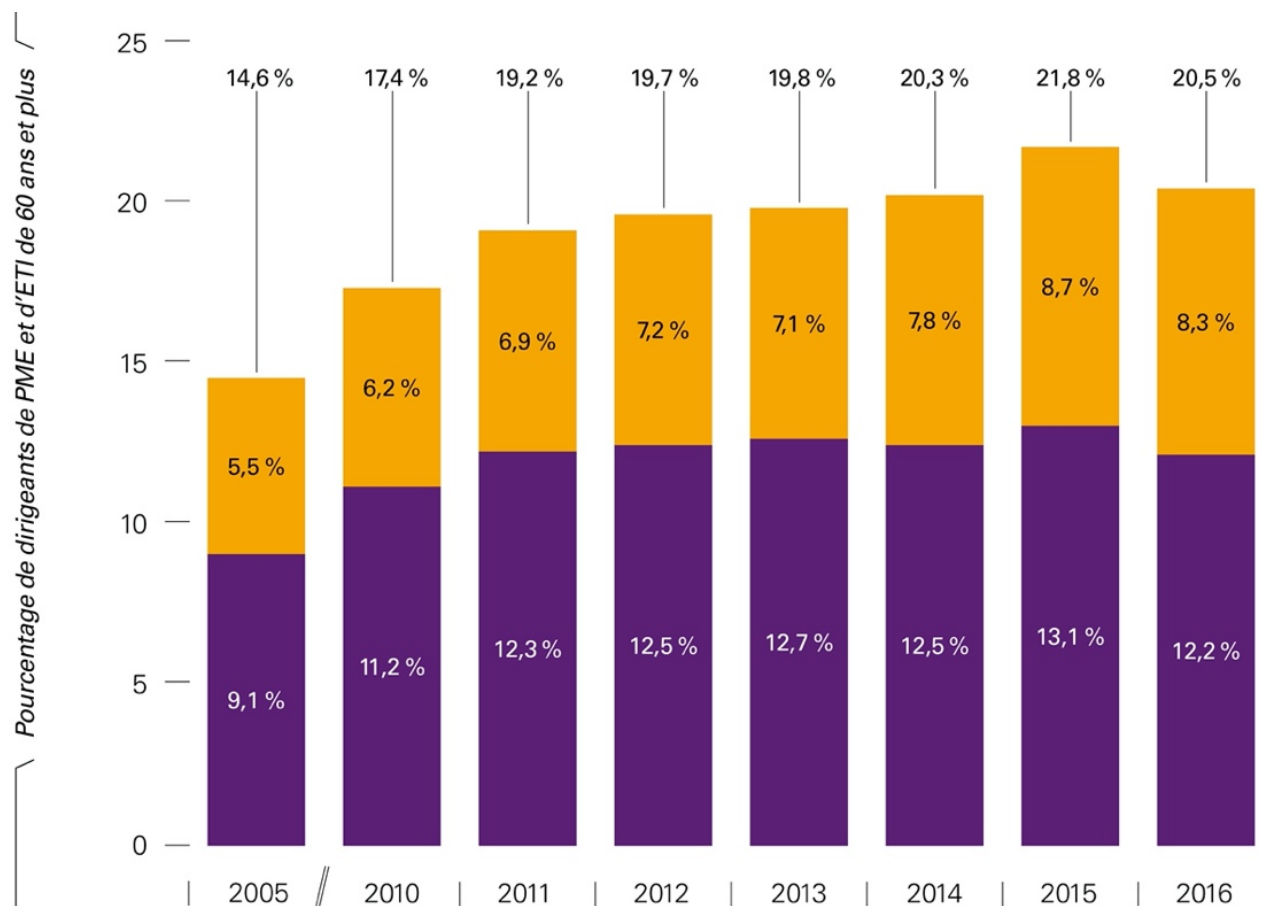
## TABLES DES ANNEXES

# ANNEXE 1 : SCENARIO DE FLUX DE TRESORERIE AVEC LE FINANCEMENT PAR LE BIAIS D'UNE DETTE SUBORDONNEE



Source : Quiry et Le Fur (2016)

## ANNEXE 2 : POURCENTAGE DE DIRIGEANTS DE PME ET D'ETI DE 60 ANS ET PLUS



**Plus d'un dirigeant de PME et d'ETI sur cinq a désormais plus de 60 ans**

Source : BPCE L'Observatoire.

● 60-65 ans ● 66 ans et plus

## ANNEXE 3 : PANORAMA DETAILLEE DE L'ANALYSE DES 12 GROUPES DE SOCIETES (ANONYMISES) EN PLUSIEURS SOUS-CATEGORIES

Niveau d'activité et profitabilité, progression moyenne par année pendant la réalisation du LBO.													
Entités	Groupe 1	Groupe 2	Groupe 3	Groupe 4	Groupe 5	Groupe 6	Groupe 7	Groupe 8	Groupe 9	Groupe 10	Groupe 11	Groupe 12	MOYENNE
Var. CA (% CAGR)	60,2%	5,7%	15,5%	27,5%	14,1%	-6,2%	2,9%	10,8%	13,3%	13,9%	-13,6%	8,3%	12,7%
Var. EBE (% CAGR)	-13,9%	10,9%	18,0%	34,0%	22,4%	2,6%	3,6%	8,1%	11,9%	19,2%	27,6%	36,7%	15,1%
Var. RN (% CAGR)	21,0%	33,3%	3,1%	15,3%	-19,1%	-12,6%	35,9%	5,0%	15,6%	-6,0%	178,7%	45,7%	26,3%
Var. CAF (% CAGR)	77,3%	19,5%	23,0%	32,3%	17,5%	18,6%	7,7%	-1,9%	12,1%	-4,9%	91,1%	17,9%	25,9%
Var. Cash-flow libre (% CAGR)	45%	22%	-77%	9%	14%	2%	-16%	10%	28%	-12%	63%	-13%	6,3%

Niveau d'activité et profitabilité, progression totale ces 3 dernières années													
Entités	Groupe 1	Groupe 2	Groupe 3	Groupe 4	Groupe 5	Groupe 6	Groupe 7	Groupe 8	Groupe 9	Groupe 10	Groupe 11	Groupe 12	MOYENNE
Var. CA (%)	311,3%	18,1%	54,1%	107,2%	48,7%	-17,4%	8,9%	35,9%	45,5%	47,7%	-35,5%	27,0%	54,3%
Var. EBE (%)	-36,1%	36,2%	64,3%	140,4%	83,3%	8,0%	11,1%	26,5%	40,0%	69,2%	107,7%	155,6%	58,8%
Var. RN (%)	77,3%	136,8%	9,7%	53,3%	-47,1%	-33,3%	150,8%	15,8%	54,3%	-16,9%	2065,0%	209,3%	55,5%
Var. CAF (%)	457,6%	66,7%	86,3%	131,4%	62,2%	16,7%	25,0%	-5,7%	40,9%	-14,0%	598,4%	63,7%	84,6%
Var. Cash-flow libre (%)	205%	81%	-99%	31%	50%	5%	-41%	33%	110%	-31%	333%	25%	58,4%

Structure financière début du LBO													
Entités	Groupe 1	Groupe 2	Groupe 3	Groupe 4	Groupe 5	Groupe 6	Groupe 7	Groupe 8	Groupe 9	Groupe 10	Groupe 11	Groupe 12	MOYENNE
Indépendance financière (FP/TB)	25%	12%	21%	21%	54%	11%	0%	24%	36%	10%	25%	28%	22,3%
Gearing (dette nette/fonds propres)	129%	0%	-7%	145%	0%	142%	0%	0%	20%	0%	0%	56%	40,5%
Leverage (dette nette/EBE)	3,47	-0,35	-0,15	6,26	0,62	3,66	10	-2	0,18	-1,15	-1,86	4,62	1,94

Structure financière à la sortie du LBO (ou la dernière année si le LBO est encore en place)													
Entités	Groupe 1	Groupe 2	Groupe 3	Groupe 4	Groupe 5	Groupe 6	Groupe 7	Groupe 8	Groupe 9	Groupe 10	Groupe 11	Groupe 12	MOYENNE
Indépendance financière (FP/TB)	14%	16%	26%	25%	20%	9%	0%	27%	35%	8%	35%	24%	19,9%
Gearing (dette nette/fonds propres)	180%	0%	38%	68%	194%	-12%	0%	100%	42%	0%	24%	61%	57,9%
Leverage (dette nette/EBE)	11,86	-0,9	1,35	1,48	3,68	-0,34	10	3	0,26	-0,55	1,32	2,5	2,81

Autres indicateurs au début LBO													
Entités	Groupe 1	Groupe 2	Groupe 3	Groupe 4	Groupe 5	Groupe 6	Groupe 7	Groupe 8	Groupe 9	Groupe 10	Groupe 11	Groupe 12	MOYENNE
CAPEX (%CA)	2%	2%	3%	5%	15%	2%	1%	13%	4%	0%	2%	1%	4,2%
Masse salariale (%CA)	12%	29%	37%	11%	52%	27%	35%	43%	14%	20%	36%	16%	27,7%
Trésorerie nette (% du Total Bilan)	39%	41%	19%	6%	1%	1%	4%	41%	24%	23%	10%	6%	18,1%

Autres indicateurs à la sortie du LBO (ou la dernière année si le LBO est toujours en place)													
Entités	Groupe 1	Groupe 2	Groupe 3	Groupe 4	Groupe 5	Groupe 6	Groupe 7	Groupe 8	Groupe 9	Groupe 10	Groupe 11	Groupe 12	MOYENNE
CAPEX (%CA)	1%	2%	4%	2%	101%	2%	3%	18%	4%	0%	2%	1%	11,8%
Masse salariale (%CA)	8%	27%	39%	11%	47%	32%	39%	44%	13%	16%	36%	15%	27,3%
Trésorerie nette (% du Total Bilan)	10%	11%	19%	12%	6%	6%	8%	18%	15%	9%	19%	8%	11,8%

# TABLES DES MATIERES

<b>REMERCIEMENTS .....</b>	<b>7</b>
<b>SOMMAIRE.....</b>	<b>6</b>
<b>AVANT-PROPOS .....</b>	<b>7</b>
<b>INTRODUCTION .....</b>	<b>10</b>
<b>PARTIE 1 : - NATURE, FONCTIONNEMENT ET PERFORMANCE DES MONTAGES LBO.....</b>	<b>12</b>
CHAPITRE 1 – CADRE THEORIQUE DES MONTAGES LBO .....	13
I.        Un modèle récent au service de la croissance des entreprises.....	13
A.        La genèse du LBO.....	13
B.        Les différentes formes de LBO .....	14
C.        Les motivations liées aux LBO.....	17
D.        Le marché du LBO .....	18
II.        Le fonctionnement et la réalisation des montages lbo .....	21
A.        Principes et mécanismes faisant l'intérêt d'une opération de LBO .....	21
B.        Différents acteurs, différents objectifs, différents comportements .....	28
C.        Les sources de financement des LBO .....	31
D.        Conditions de mise en place de l'opération.....	34
E.        L'exit du LBO.....	37
CHAPITRE 2 – LES RAISONS PERMETTANT L'EFFICACITE DE CES MONTAGES.....	40
I.        Les avantages compétitifs des fonds LBO.....	40
A.        Les fondements de l'efficacité des fonds LBO.....	40
B.        Facteurs directs de la création de valeur .....	43
C.        Facteurs indirects de la création de valeur .....	45
II.        La question de la performance .....	46
A.        La performance des fonds LBO .....	46
B.        La performance des entreprises sous LBO.....	48
<b>PARTIE 2 - LES RISQUES, LIMITES ET DIFFICULTES DES MONTAGES LBO .....</b>	<b>54</b>
CHAPITRE 3 – RISQUES ET LIMITES ASSOCIES AUX MONTAGES LBO .....	55
I.        Les risques liés à la financement à effet de levier.....	55
A.        Des activités mal définies et par nature risquées.....	55
B.        Des activités difficiles à appréhender.....	56
II.        Identification des risques liés aux montages LBO .....	57
A.        Les risques intrinsèques à la société acquise .....	57
B.        Les risques financiers liés au montage de l'opération .....	58
C.        Les risques juridiques .....	61
D.        Les risques fiscaux.....	62
III.        Risques de crédit, de marché, de souscription et de réputation .....	63
A.        Hausse des effets de levier induisant une dépenance accrue aux conditions macroéconomiques.....	63
B.        Augmentation de la taille des opérations.....	64
C.        La diversification des approches par les fonds LBO.....	65
CHAPITRE 4 – LES DIFFICULTES ET CONTRAINTES INDUITES PAR CES MONTAGES.....	67
I.        Les principales causes de difficultés des opérations de LBO .....	67
A.        Causes profondes et facteurs aggravants.....	67
B.        Le mur de la dette.....	68
II.        Un mécanisme faillible .....	70
A.        Lorsque les résultats ne sont pas au rendez-vous.....	70
B.        Quelques échecs et fonds « vautours » .....	71
III.        Un mécanisme d'incitation pour les managers.....	75
A.        Pour les managers des fonds et des entreprises cibles.....	75
B.        Légitimité sociétale des fonds LBO.....	77

IV. Ouverture : La position du LBO au sein de la crise économique du COVID-19 .....	79
<b>CONCLUSION .....</b>	<b>80</b>
<b>BIBLIOGRAPHIE .....</b>	<b>82</b>
<b>SITOGRAPHIE.....</b>	<b>83</b>
<b>TABLES DES FIGURES .....</b>	<b>87</b>
<b>SIGLES ET ABREVIATIONS UTILISES .....</b>	<b>88</b>
<b>GLOSSAIRE.....</b>	<b>89</b>
<b>TABLES DES ANNEXES.....</b>	<b>90</b>
<b>TABLES DES MATIERES .....</b>	<b>94</b>