

Grégoire Mongin

Sébastien Lautier

INTERÊTS ET PRATIQUES DES **OPERATIONS DE LBO.**

Mémoire effectué sous la direction de Monsieur Jacques Simon

PLAN

Introduction	10
I – LE LBO PERMET DE RESTRUCTURER LA DETENTION DU CAPITAL DES SOCIETES CIBLES. DEFINITION, CARACTERISTIQUES ET PRINCIPES DU <i>BUY-OUT</i>	13
A- DEFINITION ET FORMES DE <i>BUY-OUT</i>	13
1. Définition du <i>leveraged buy-out</i>	13
1.1.1 Le LBO permet de racheter une entreprise	13
1.1.2 ... financée partiellement par de la dette	13
1.1.3 ... dans un cadre juridique particulier	14
1.1.4 ...en associant les dirigeants à des investisseurs spécialisés.....	14
2. Les différentes formes d'opérations de <i>buy-out</i>	15
1.2.1 Le <i>Management Buy Out</i> (MBO ou LMBO)	15
1.2.2 Le rachat de l'entreprise par les salariés (RES) est une spécificité du LMBO	16
1.2.3 Le <i>Leveraged Management Buy In</i> (LMBI).....	17
1.2.4 Le <i>Buy In Management Buy Out</i> (BIMBO)	17
1.2.5 L' <i>Owner Buy Out</i> (OBO).....	17
1.2.6 Le <i>Leverage Build Up</i> (LBU).....	17
B- LE LBO COMME MODALITE DE RESTRUCTURATION POUR LES SOCIETES AUX <i>CASH FLOWS</i> IMPORTANTS.....	18
3. Les sociétés « vaches à lait » sont les plus susceptibles de créer de la valeur dans les opérations de LBO.	18
1.3.1 La conjoncture économique doit être propice aux opérations de LBO.....	19
1.3.2 Les sociétés cibles doivent respecter des contraintes fortes pour faire l'objet d'une opération de <i>buy-out</i>	21
i. Cerner le risque d'exploitation de la cible est primordial	21
ii. La cible doit être équilibrée.....	21
iii. Il faut s'assurer de la capacité de la cible à distribuer des dividendes.	24
iv. Le charisme du principal dirigeant joue alors un très grand rôle.	24
v. Autant de contraintes indispensables à la création de valeur.	25
vi. Un exemple simple illustre la création de valeur recherchée.....	27

4.	Les opérations de LBO répondent à des problèmes de succession, d'allocation d'actifs et de restructuration du capital.	29
1.4.1	Dans une population d'entrepreneurs vieillissante, les LBO permettent de résoudre des problèmes de succession.	29
1.4.2	Le LBO facilite le recentrage des grands groupes : <i>spin-off</i> et <i>build-up</i>	29
1.4.3	Les LBO permettent de financer des retraits de cote. Malgré tout, le succès des opérations de <i>Public to Private</i> reste mitigé	31
5.	Deux grandes tendances se dessinent sur le marché du LBO. Une analyse transversale.....	32
i.	Les grandes évolutions du <i>private equity</i>	32
ii.	Quels sont les secteurs dans lesquels les fonds investissent le plus ?	33
iii.	La part du <i>buy-out</i> dans le <i>private equity</i>	34
1.5.1	En France, deux grandes tendances apparaissent dans le <i>buy-out</i>	36
i.	Alors que les grands LBO s'essoufflent	36
ii.	... les <i>mid-caps</i> séduisent les investisseurs	37
1.5.2	Quelles conclusions en tirer ?.....	39
C – L'UTILISATION DE QUATRE EFFETS DE LEVIERS EST A L'ORIGINE DES OPERATIONS DE <i>BUY-OUT</i>		40
6.	L'importance de la législation et l'effet de levier juridique.....	41
1.6.1	Le holding est un véhicule indispensable à l'organisation des groupes.....	41
i.	Les holdings comme outil d'organisation permanent.	41
ii.	La constitution de ces holdings répond à un autre objectif : la restructuration de l'actionnariat.....	42
1.6.2	Seule la constitution d'un holding <i>ad hoc</i> permet à une société de racheter ses propres titres.....	43
1.6.3	La forme sociale des holdings de reprise dans les opérations de LBO.....	44
i.	Le choix de la société anonyme est le plus fréquemment rencontré.....	44
ii.	Plusieurs aspects motivent le choix de la SAS.....	44
iii.	L'adoption du statut de Sociétés en Commandite par Actions est plus rare. ...	45
1.6.4	Principe du levier juridique	45
7.	La qualité des hommes permet un l'effet de levier social.....	47
1.7.1	Principe.....	47
8.	L'importance de la dette et l'effet de levier fiscal.	50

1.8.1	L'intégration fiscale est une condition <i>sine qua non</i> à la mise en place du montage	50
i.	Intérêt de l'intégration fiscale	50
ii.	Conditions et conséquences de l'adoption du régime d'intégration fiscale.	51
iii.	L'amendement Charasse limite le champ d'application de l'intégration fiscale.	52
1.8.2	La comparaison avec le régime mère/fille fait ressortir les avantages de l'intégration fiscale.	52
i.	Fonctionnement du régime mère-fille	52
ii.	Exemple d'intégration fiscale – comparaison avec le régime mère-fille	53
1.8.3	La transformation de la cible en SNC est une alternative à l'intégration fiscale.	54
1.8.4	La fusion de la cible et du holding peut offrir des avantages financiers et fiscaux importants. Elle peut être un complément à l'intégration fiscale et un bon outil d'allocation des <i>cash flows</i> .	54
1.8.5	L'effet de levier financier, source de création de valeur, est l'objectif du LBO.	56
i.	De la différence entre la rentabilité financière et la rentabilité économique.	56
ii.	L'effet de levier dans le cadre des LBO	58
iii.	Les garanties de l'endettement du holding dans le cadre d'un LBO	59
A-	LES FINANCIERS PRENNENT LES RISQUES LES PLUS IMPORTANTS.	60
1-	Les investisseurs institutionnels fournissent l'épargne aux fonds.	60
2.1.1	Les institutionnels sont de grands collecteurs d'épargne qui souhaitent placer leurs actifs...	60
2.1.2	... en finançant des fonds d'investissement	61
i.	Forme juridique des fonds de LBO	61
ii.	Un fonds a une durée de vie limitée	62
2.1.3	Les relations entre les institutionnels et les fonds tournent à l'avantage des fournisseurs de capitaux.	62
2.1.4	Les institutionnels cherchent à mutualiser leurs risques en créant des fonds de fonds.	63
i.	La multigestion prend deux formes, l'approche « gérants de gérants » et « fonds de fonds ».	64
2.1.5	Quelle rémunération exigent les fonds d'investissement ?	65

2- La qualité de la cible va déterminer la réussite du montage. L'audit de la cible est assuré par des <i>due diligences</i> * de plus en plus complexes.	66
2.2.1 L'analyse juridique de la cible : préliminaire indispensable.....	66
2.2.2 L'analyse sociale de la cible.....	66
2.2.3 L'analyse stratégique de la cible valide le potentiel de création de valeur. .	67
2.2.4 L'analyse comptable contrôle la gestion des risques	67
3- Ces analyses peuvent être faites dans des <i>data rooms</i> *.	68
2.3.1 L'utilisation des garanties offre une sécurité supplémentaire aux investisseurs	69
i. Les garanties d'actif/passif permettent de sécuriser le montage	69
ii. Les annexes attachées aux GAP sont une assurance supplémentaire pour les acheteurs et les vendeurs.	70
4- L'importance des flux générés par la cible détermine le prix d'entrée des investisseurs et la formation du taux de rentabilité interne.....	72
2.4.1 Les méthodes de valorisation des actifs.	73
i. L'approche actuarielle est la plus utilisée par les banques d'affaires	74
ii. Comment déterminer la valeur résiduelle dans la méthode des DCF ? L'utilisation du modèle de croissance perpétuelle.	75
iii. Les méthodes patrimoniales permettent de déterminer la valeur résiduelle des fonds propres.	76
2.4.2 Le calcul des <i>free cash flows</i> et leur signification.....	77
2.4.3 La détermination du taux d'actualisation utilisé dans la formule de Fischer reflète le risque pris par les apporteurs de capitaux.	77
2.4.4 Le <i>Leveraged recap</i> et la clause d' <i>earn-out</i> permettent de maîtriser le rendement de l'investissement. Ils participent de la réussite de l'effet de levier financier. 78	
i. Le <i>leveraged recap</i> permet d'assurer un minimum de TRI	78
ii. Fonctionnement du <i>leveraged recap</i>	79
iii. La clause d' <i>earn out</i> concourt à la génération du TRI. Elle doit être négociée très attentivement par les acheteurs.....	80
iv. Le crédit vendeur, comme l' <i>earn-out</i> , permet aux acheteurs et aux vendeurs de donner de la souplesse au montage.	80
6. La participation du management est une condition importante du succès de l'opération. Les relations entre majoritaires et minoritaires sont organisées par des	

mécanismes financiers et un pacte d'actionnaires devant favoriser l'effet de levier social.

81

2.6.1 Les *strip equities*, *sweat equities* et *equity kickers* comme outils
d'intéressement des minoritaires et instruments de management importants. 81

i. La construction du *management package* est un outil indispensable à la
motivation des managers. 82

ii. Exemple de « *sweat equity* » attribué au management. 83

iii. Les *equity kickers* complètent le *management package*. 84

2.6.2 Le pacte d'actionnaires organise les relations entre majoritaires et
minoritaires. Il concourt à la bonne entente entre investisseurs. Il permet surtout de
protéger les minoritaires. 85

i. Organisation et répartition du pouvoir 86

ii. Transmission du capital. 86

B - LES PRETEURS S'ENTOURENT DE GARANTIES DE PLUS EN PLUS FINES ... 87

2.7.1 Le rôle des banquiers seniors 88

i. Caractéristiques de la dette senior. 88

ii. Le fractionnement de la dette senior et sa souplesse de remboursement
permettent une bonne gestion actif / passif. 89

iii. Le banquier senior utilise le nantissement pour couvrir le risque de contrepartie
de son créancier. 89

2.7.2 Le banquier senior mesure son risque à l'aide de ratios normatifs. 90

2.7.3 Comment le banquier senior se rémunère-t-il ? 91

i. La dette senior peut être à taux fixe 91

ii. ... ou à taux variable. 91

iii. La syndication bancaire permet de réduire le coût de la dette pour le holding. 92

2.7.4 La maîtrise du risque est facilitée par la mise en place de *covenants*
rigoureux et de *due diligences* poussées. 92

i. Les banquiers imposent des *covenants* rigoureux 92

ii. ... doublés par des *due diligences* poussées. 93

iii. Les banquiers réclament ces études indispensables à l'octroi de crédits 94

iv. L'impact des *due diligences* sur l'octroi d'un crédit. 95

2.7.5 Le développement de techniques bancaires innovantes comme la titrisation
et les *collateralised debt obligation* (CDO) concourt à la couverture des risques de
liquidité et de contrepartie et favorisent le financement des LBO. 95

i.	La titrisation concourt à la liquidité de l'actif de la cible.....	95
ii.	Les <i>Collateralized debt obligation</i> (CDO) permettent de sécuriser les crédits octroyés sous forme de dette senior.	97
iii.	Le développement des CDO	97
iv.	... permet aux banquiers seniors de mieux couvrir leurs risques.....	98
v.	Le crédit relais donne de la souplesse financière à la cible.....	98
8.	Le rôle des dettes junior est primordial : elles offrent une souplesse supérieure à la dette senior.	98
2.8.1	La mezzanine est une dette particulière qui permet de financer ce que les banquiers seniors ne souhaitent pas fournir. Elle permet de combler le passif.....	99
i.	Qui sont les mezzaneurs ?	99
ii.	Les rémunérations attendues par les mezzaneurs.....	100
iii.	Le rôle de la dette mezzanine est primordial : elle complète la structure du passif.....	101
2.8.2	Les dettes <i>High Yield</i> offrent une autre source de financement intéressante pour les gros LBO.	102
i.	Description, objectifs et intérêts.....	102
2.8.3	Le coût de l'emprunt permet d'arbitrer entre la mezzanine et les <i>High Yield Bonds</i> . 103	
9.	Illustration des différents modes de financement à partir du LBO sur Legrand. ...	104
III – ANALYSE DES FACTEURS D'ECHEC ET DE REUSSITE DES MONTAGES LBO		107
1.	LA SORTIE DETERMINE LA REUSSITE DU LBO, ELLE DOIT ÊTRE ENVISAGEE DES LE DEBUT DU MONTAGE.....	107
3.1.1.	Aujourd'hui les sorties boursières sont difficiles, le marché français n'est pas suffisamment profond	107
3.1.2.	Les cessions industrielles restent la norme	108
3.1.3.	Les LBO secondaires se développent.....	109
i.	Le marché des LBO secondaires.....	109
ii.	La multiplication des fonds dédiés à effets de levier favorise les LBO secondaires	109
iii.	Les LBO secondaires ne concernent que des sociétés ayant fait la preuve de la qualité de leur gestion.	110
iv.	Un nouveau projet d'entreprise peut motiver un LBO secondaire.....	111

v. La motivation du management est-elle émoussée ou suffisamment forte pour un LBO secondaire ?	112
vi. Les LBO secondaires ont-ils un avenir ?	112
3.1.4. L'échec du LBO est synonyme faillite !	113
2. ANALYSE DES CAUSES DE DEFAILLANCES DES LBO. QUELLES SOLUTIONS PEUVENT ÊTRE APPORTEES ?	114
3.2.1. Les difficultés économiques et financières : lorsque les dettes asphyxient le holding	114
3.2.2. Les problèmes managériaux	115
3. L'IMPACT <i>EX POST</i> DES LBO	115
A- LE LBO PEUT-IL ÊTRE UNE SOLUTION AUX CONFLITS D'AGENCE ?	116
3.3.1 Les LBO sont une structure optimale, indispensable pour résoudre les conflits destructeurs de valeur. Analyse du <i>free cash flow</i>	116
i. Les sources du conflit entre managers et actionnaires.	116
ii. La distribution de <i>free cash flow</i> est impérative	117
iii. Le rôle de la dette est primordial.....	118
iv. Analyse de l'évolution de 48 cibles rachetées par LBO entre 1980 et 1986.	119
v. L'analyse des vingt plus gros LBO des années 1980 confirme bien que le <i>buy-out</i> est une structure viable à long terme.....	120
B- LE LBO VU AU TRAVERS DE LA THEORIE FINANCIERE CLASSIQUE.....	121
3.3.2 Approche de Modigliani et Miller.....	121
3.3.3 Les LBO créent-ils de la valeur ?	123
i. Impact qualitatif, les changements ressentis par les managers de sociétés rachetées.	123
ii. L'impact économique des LBO sur les cibles est important.....	124
iii. L'impact financier des LBO pour les fonds d'investissement. Les TRI observés sur le marché sont très importants.....	126
3.3.4 Deux lignes de force apparaissent : Ces TRI ne sont pas homogènes, ils sont disparates d'un secteur d'activité à l'autre et la dispersion des TRI autour de la moyenne est importante.	128
i. La dispersion des TRI autour de la moyenne est importante.	128
ii. Ces TRI sont très différents en fonction des secteurs d'activité	129
Conclusion.....	131
ANNEXES	133

Lexique financier, juridique et fiscal des termes utilisés	134
ANNEXE JURIDIQUE.....	146
Contrats d'assurance-vie, dits DSK	146
Caractéristiques des contrats DSK	146
Fonds commun de placement (FCPR et FCPI)	146
Intégration fiscale.....	147
Régime fiscal Mère / Fille	148
Société de capital risque (SCR).....	148
Sociétés de Développement Régional (SDR).....	149
Liste des principaux fonds de LBO internationaux.....	150
Principales levées faites par les fonds en 2003	150
Détail des principales levées de fonds faites en Europe en 2002-2003	151
Principales opérations de LBO en 2002	152
Principales opérations de LBO en 2003	152
Tableau n°1 : Tableau de synthèse des montants levés par les entreprises en fonction des stades de développement.....	153
Tableau n°3 : Segmentation des LBO par taille d'opération en France.....	153
Tableau n°4 : Les principaux LBO en France portent sur des spin-off.....	154
Mécanisme du levier juridique : les holdings en cascades.....	155
Exemple de montage en cascade exceptionnel : le groupe Albert Frères	155
Exemple de calcul du coût du capital.....	158
Synthèse des résultats obtenus par Kaplan.....	160
Synthèse des travaux d'Opler.....	160
BIBLIOGRAPHIE INDICATIVE	161
LIVRES	161
RAPPORTS.....	161
ARTICLES.....	162
SITES INTERNET.....	163

Introduction

Le *Leveraged Buy-Out* (LBO ou *buy-out*) est une opération à effet de levier* qui consiste à racheter les titres d'une société cible grâce à l'endettement élevé d'un holding *ad hoc* qui les finance. Les repreneurs financiers spécialisés, très souvent associés au management, contrôlent une entreprise grâce à un apport en fonds propres modeste. Ensemble, ils souhaitent créer de la valeur, réaliser une plus-value à moyen terme. En moyenne, cette opération permet de multiplier par deux ou trois l'investissement en fonds propres sur une période de quatre à cinq ans.

L'originalité de ce montage réside dans la création d'un holding qui détient les parts de la cible. Le holding de reprise est « pur ». Il consiste à ne recevoir que les remontées de dividendes de la cible. Ces *free cash flows** (flux de trésorerie libres), dont l'évaluation au cours des années du montage est déterminante, doivent assurer le remboursement du principal des dettes contractées et le paiement des intérêts qui y sont liés. La constitution de ce holding et la pression des dettes qui y sont attachées offrent de multiples avantages qui sont à l'origine de la création de valeur* de l'opération. La création d'un holding (effet de levier juridique), le travail en commun des financiers et du management (effet de levier social), l'importance de la dette et la déduction des frais financiers qui y est liée (effet de levier fiscal) permettent de générer des taux de rentabilité importants (effet de levier financier). La première partie de ce mémoire est dédiée à l'étude de ces différents leviers.

Le LBO est un montage surprenant : l'importance du levier défie la théorie financière classique. Il modifie la vision de la dette comme outil de financement puisqu'il établit un modèle de réorganisation des actifs de l'entreprise. Désormais, investisseurs et prêteurs ont un intérêt convergent réel. Cette structure financière originale, idéale pour les tenants de la Théorie de l'Agence [Kaplan, 1989], combinée avec une bonne gestion du cycle d'exploitation, permet d'obtenir des retours sur investissement importants, d'augmenter la valeur des actifs à long terme, et de réduire les conflits entre actionnaires et créanciers. En somme il permet de créer de la valeur. Nous étudierons tout au long de notre étude cette création de valeur puisqu'elle est sous jacente et induite par de nombreux facteurs dans les différentes opérations de rachat avec effet de levier.

Le LBO est une technique d'origine anglo-saxonne, très répandue aujourd'hui puisque ce type d'opérations représentait 23% du marché des fusions acquisitions dans les pays de l'OCDE en 2003. Il se développe en France depuis 20 ans. Le développement de ce phénomène s'explique par la convergence de données macro-économiques simples et la volonté de répondre à des problèmes de successions et de réallocations d'actifs.

Les grands groupes européens, souvent très diversifiés, cherchent à céder des activités qui ne font pas partie de leur cœur de métier. Ils peuvent ainsi recentrer leurs activités et améliorer leur trésorerie pour rembourser des dettes lourdes. D'autre part, ils sont confrontés à des marchés financiers très atones, qui ne sont pas acheteurs. La vente d'une filiale en bourse est désormais très difficile car depuis l'éclatement, en 2000, de la bulle spéculative sur les Nouvelles Technologies, les marchés sont peu liquides et les valorisations proposées sont basses. Aussi, dans ce contexte particulier, les grands fonds d'investissement, qui gèrent une partie de l'épargne levée auprès d'« institutionnels* », sont devenus des acquéreurs naturels. La technique du LBO leur permet d'acheter les cibles souhaitées. Elle est devenue une forme importante du marché des fusions acquisitions.

Les investisseurs et leurs commandités, les fonds, dont nous décrirons les objectifs dans la seconde partie, ont des actifs financiers importants à placer. Séduits par les taux de rentabilité internes (TRI) générés par ces opérations, ils sont à la recherche de dossiers rémunérateurs. En effet les rendements des LBO sont en moyenne très supérieurs aux autres opérations de haut de bilan. Un TRI moyen de 21% attire ces investisseurs.

Le LBO est à la croisée de plusieurs facteurs clefs : la volonté des groupes de se restructurer et la nécessité de placer des fonds importants. Bien sûr, le vieillissement de la population des chefs d'entreprises désireux de céder leurs entreprises alimente également ce marché.

Mais attention, si ce marché se développe, la réussite des montages n'est pas automatique. Loin s'en faut. Aussi, chercherons-nous à comprendre les raisons du succès et des échecs éventuels d'une opération de LBO. La qualité du management, devenu actionnaire, sa capacité à maîtriser les aléas du cycle d'exploitation de la cible, est une condition indispensable à la réussite de l'opération. Bien sûr, la remontée de *cash flows* suffisants vers le holding financé par une dette importante, est une contrainte très forte qui impacte le comportement du management et les rapports entre les différents intervenants de l'opération. Nous analyserons cet aspect social.

Nous verrons que toutes les entreprises ne sont pas « LBOisables ». La compréhension du modèle économique de la « vache à lait » sera indispensable pour saisir ce montage. L'impact

de la conjoncture sur le cycle d'exploitation sera aussi une des conditions de cette réussite qu'il faudra considérer attentivement.

Puis, pour comprendre l'origine de la création de richesse dans un LBO et son impact éventuel sur la cible, nous dresserons le tableau des différents acteurs qui prennent part à cette opération, analyserons leurs espérances de rentabilité, les risques qu'ils encourent, leurs complémentarités et les techniques susceptibles de réduire les risques pris (recours aux *equity kickers** et aux *Collateralized Debt Obligation*, par exemple).

Enfin, la création de valeur ne serait pas possible sans une sortie bien réalisée, aussi nous analyserons les types de sorties possibles et chercherons à comprendre pourquoi les LBO secondaires* se développent à la place des sorties boursières, devenues inexistantes, et des cessions industrielles devenues plus rares. Ce mémoire ne cherche pas à présenter tous les LBO possibles. En fonction de la taille de l'opération, de quelques millions d'euros à plusieurs milliards, la sophistication du montage évolue. Nous nous concentrerons ici sur les LBO conséquents (supérieurs à 100 M€), sur les techniques qui structurent ces opérations en France et leur adaptation au droit des affaires et fiscal français.

Afin de faciliter la lecture de notre travail, nous avons créé un lexique et une annexe qui reprend les documents essentiels à la mise en place et à la compréhension d'un LBO.

I – LE LBO PERMET DE RESTRUCTURER LA DETENTION DU CAPITAL DES SOCIETES CIBLES. DEFINITION, CARACTERISTIQUES ET PRINCIPES DU BUY-OUT.

A- DEFINITION ET FORMES DE BUY-OUT

Pour définir le *buy-out*, nous utiliserons simplement la définition que l'Association Française des Investisseurs en Capitaux (AFIC) nous fournit, elle nous semble être la plus juste, la plus complète et la plus concise. Nous reprendrons ensuite les grandes idées évoquées et les détaillerons pour en apprécier les subtilités et les implications.

« Un LBO est l'achat d'une entreprise saine, financé partiellement par des emprunts, dans le cadre d'un schéma financier, fiscal et juridique spécifique où les dirigeants repreneurs sont associés à des investisseurs financiers en vue de réaliser ensemble une plus-value à moyen terme.¹ »

1. Définition du leveraged buy-out

1.1.1 Le LBO permet de racheter une entreprise ...

Le LBO est une technique financière qui permet le rachat d'une entreprise saine. Cette société cible doit être bien positionnée sur son marché, et sa propre évolution au sein de son secteur d'activité doit être clairement identifiée. Ce rachat, qui implique un changement de contrôle de l'entreprise, est financé par des fonds propres et par des dettes. Les fonds propres proviennent de fonds d'investissement (cf. liste des grands fonds et les levées effectuées en Annexe, p151-152) intéressés par le rachat et peuvent être apportés, pour partie, par l'équipe dirigeante en place dans la société visée. Nous verrons qu'il existe plusieurs types de LBO et différentes associations possibles entre investisseurs financiers et managers.

1.1.2 ... financée partiellement par de la dette ...

¹ Afic, *Guide pratique du LBO*, 2003, p.6

Les fonds d'emprunts représentent une part importante de la valeur des titres de la cible, 70% en moyenne. Ils sont apportés par des banques « classiques », non nécessairement spécialisées dans les opérations à effet de levier. En cas de désaccord sur les montants à investir entre les investisseurs et les banques prêteuses, nous verrons que d'autres banquiers peuvent intervenir : les « banquiers mezzaneurs ». Le rôle des « mezzaneurs » est d'apporter les sommes manquantes, indispensables à l'achat de la cible. Le rapport fonds propres / emprunt est le levier financier. Nous étudierons cette composante importante du montage d'un LBO lorsque nous traiterons des différents effets de levier.

1.1.3 ... dans un cadre juridique particulier ...

Ce type de rachat d'entreprise intervient dans un cadre juridique très particulier qui fait apparaître deux sociétés : la cible (*Opco**) et un holding de reprise (*NewCo**). Ce holding, spécialement créé pour l'opération, rachète les titres de la société cible et les dispose à l'actif de son bilan. Son passif est composé des fonds propres apportés par les investisseurs et des emprunts accordés par les banques. L'ensemble de ces ressources est utilisé pour le financement du rachat des titres de la cible. Nous présenterons un exemple qui montre comment les remontées de dividendes de la cible vers le holding assure le service de la dette lié à l'emprunt contracté par ce dernier.

1.1.4 ...en associant les dirigeants à des investisseurs spécialisés.

Le dirigeant qui souhaite vendre la société qu'il dirige peut s'adresser directement à un fonds d'investissement et proposer d'y associer son équipe de management. Les fonds sont intéressés par ce genre de collaboration puisqu'elle permet de garder à la tête de la cible une équipe qui a fait ses preuves, qui maîtrise les produits et les services vendus, et qui connaît les perspectives de développement de la société et du secteur. Une équipe intéressée par un rachat est financièrement associée au fonds d'investissement et, en général, sa participation dans le holding représente un an de salaire. Cette somme, non négligeable, permet à l'équipe en place d'être intéressée à la plus-value de cession de sortie et parfois aux résultats de la cible. Ces investisseurs sont minoritaires, c'est-à-dire qu'ils ne détiennent ni la majorité du capital, ni la majorité des droits de vote du holding de reprise. Comme la position d'actionnaires minoritaires face aux majoritaires n'est pas confortable en terme de contrôle, ils cherchent souvent à préserver leurs intérêts et s'assurer un certain contrôle sur la gestion de

l'entreprise, par le biais d'un pacte d'actionnaires. Ce document juridique régit les relations entre les différents actionnaires et permet aux minoritaires d'exercer une influence sur la société au-delà de leurs pourcentages de droit de vote. Nous étudierons plus avant le pacte d'actionnaire dans la partie relative aux différents intervenants des opérations de *buy-out*.

Associés à l'équipe en place, les investisseurs financiers prennent, eux, la majorité du capital du holding de reprise. Ils travaillent pour des fonds d'investissement ou des sociétés de capital investissement dont l'objectif est d'investir dans un portefeuille de sociétés prometteuses afin de générer des plus-values élevées. Ces fonds de LBO structurent le montage et suivent de près le bon déroulement de l'opération. Ces sont des investisseurs actifs, *hands on**.

En France, la réussite des montages LBO est liée à l'adoption d'un régime fiscal particulier : « l'intégration fiscale* » (cf. Annexe juridique). Nous reviendrons sur ce point dans l'analyse des effets de leviers juridique et fiscaux.

La collaboration entre les dirigeants et repreneurs que nous avons évoqué revêt différentes formes et répond à un objectif majeur : créer de la valeur. Analysons maintenant ces deux points centraux.

Les formes prises par l'association entre dirigeants et repreneurs sont multiples. Il existe différents types d'opérations de « *buy-out* ».

2. Les différentes formes d'opérations de *buy-out*.

Il y a deux grandes formes traditionnelles de LBO et quatre variantes moins fréquentes qu'il faut expliquer.

1.2.1 Le *Management Buy Out* (MBO ou LMBO)

Le MBO est le rachat d'une société par son équipe de direction, un ou plusieurs cadres, non actionnaires ou minoritaires, en collaboration avec des investisseurs spécialisés. Le MBO est la forme la plus fréquente de LBO. Nous le retrouvons dans des situations spécifiques. Le

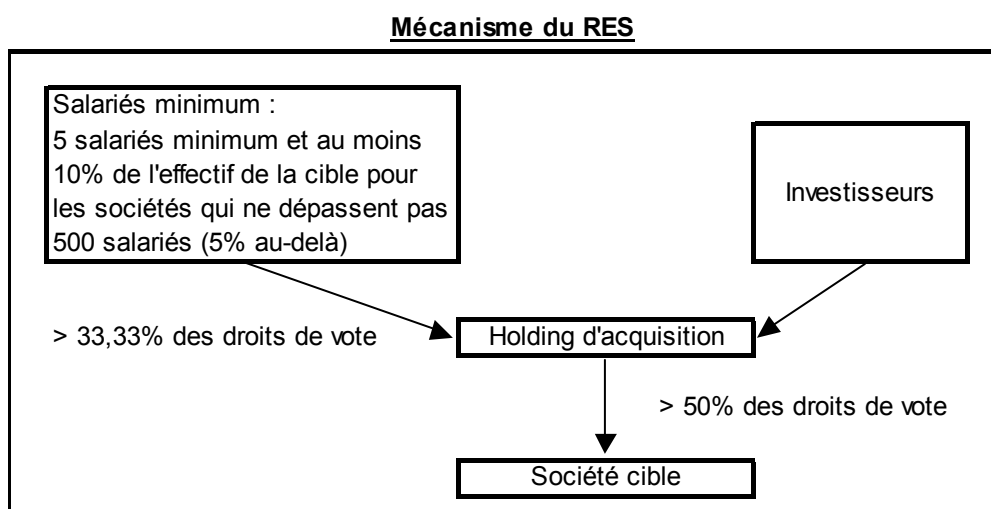
repreneur peut s'associer avec des investisseurs qui deviendront majoritaires et qui lui fourniront les capitaux pour assurer la transaction.

1.2.2 Le rachat de l'entreprise par les salariés (RES) est une spécificité du LMBO

Le RES est introduit en France par la loi du 9 juillet 1984 modifiée en 1987 et par la loi de finances de 1992. Avant 1992, les repreneurs devaient détenir plus de 50% des droits de vote du holding créé pour la reprise. Cette disposition est aujourd'hui supprimée. La sortie des salariés ne peut avoir lieu qu'à partir de la fin de la cinquième année suivant la souscription. Elle pousse donc les salariés à rester dans l'entreprise, à s'impliquer fortement dans l'opération et n'est donc pas qu'un « coup financier ».

Dans le cas des RES, le holding peut s'endetter sur une durée de 15 ans au plus à un taux actuariel qui n'excède pas le taux du marché obligataire du mois qui précède le rachat, majoré de 250 bp (bp pour *Basis Point* ou point de base : 1 bp = 0,01%). Signalons enfin que ces holdings de reprise peuvent émettre des actions à droits de vote double (ADVD), des obligations convertibles (OC) et des obligations à bons de souscription* d'actions (ABSA) dès leurs créations. Les RES les plus connus ont été ceux des salariés de Spie Batignolles ou du constructeur de bateau Jeanneau par exemple.

Le schéma suivant récapitule les conditions de détention du mécanisme du RES par les différents intervenants. Nous n'aborderons plus les RES dans la suite du mémoire puisque, nous l'avons signalé, ce sont des cas très particuliers des opérations de *buy-out*.



1.2.3 Le Leveraged Management Buy In (LMBI)

Le LMBI, ou MBI, est le rachat d'une entreprise par un ou plusieurs dirigeants repreneurs extérieurs appuyés par des investisseurs. Les repreneurs ne sont plus, comme dans le MBO, des salariés de l'entreprise cible. Cette configuration est généralement le fait de l'absence au sein de l'entreprise de dirigeants repreneurs potentiels. Les futurs dirigeants repreneurs sont soigneusement sélectionnés par des cabinets spécialisés dans le recrutement des dirigeants, des cabinets de « chasseurs de têtes » (Egon Zehnder, Heidrick & Struggles, ...). Faute de profils adaptés, certaines opérations se sont vu décalées dans le temps de plusieurs mois, voire de plusieurs années. KKR a mis plus de quatre ans à pourvoir l'un de ses postes de direction.

1.2.4 Le Buy In Management Buy Out (BIMBO)

Le BIMBO* est le rachat par un dirigeant repreneur extérieur en association avec le vendeur et/ou avec des cadres de l'entreprise. Ce type d'opération est un mixte entre le MBO et le MBI.

1.2.5 L'Owner Buy Out (OBO)

L'OBO* est le rachat d'une entreprise par un holding détenu conjointement par le dirigeant propriétaire actuel et des investisseurs financiers. Pour bénéficier de l'intégration fiscale, le vendeur ne doit pas détenir le contrôle du holding de reprise sous peine de tomber sous le coup de l'amendement Charasse². Cette disposition refuse l'intégration fiscale aux dirigeants qui se vendent leur entreprise à eux-mêmes pour bénéficier de la déductibilité des frais financiers. Nous compléterons ce point dans l'analyse de l'effet de levier fiscal.

1.2.6 Le Leverage Build Up (LBU)

Le LBU consiste, lui, à racheter une première entreprise qui sert de plate-forme pour l'acquisition d'autres entreprises du même secteur, ou d'un secteur connexe. L'objectif de ce type de montage est de créer un groupe industriellement et commercialement compétitif à partir de petites ou moyennes entreprises rachetées. Ces LBU sont utilisés lors d'opérations de

² Article 223 B du Code Général des Impôts (CGI) Voir en Annexes.

restructuration fortes : cession et/ou structuration d'un nouveau groupe. Cette forme de LBO permet donc de restructurer le tissu économique en permettant une meilleure allocation d'actifs des grands groupes qui souhaitent optimiser leur gestion.

Toutes de ces opérations ont un objectif commun majeur : créer de la valeur qui est mesurée par le fameux taux de rentabilité interne. Nous analyserons les rendements exigés par chacun des intervenants et leur modes de calcul lorsque nous étudierons les différents acteurs du montage et leurs exigences.

Interrogeons nous maintenant sur les types de sociétés qui peuvent faire l'objet d'un LBO ? Nous verrons qu'elles doivent respecter des critères précis et bénéficier d'une conjoncture économique favorable.

B- LE LBO COMME MODALITE DE RESTRUCTURATION POUR LES SOCIETES AUX CASH FLOWS IMPORTANTS.

3. Les sociétés « vaches à lait »³ sont les plus susceptibles de créer de la valeur dans les opérations de LBO.

Toutes les entreprises ne sont pas sujettes aux LBO. Nous avons vu que la dette faisait peser sur la structure cible / holding une contrainte très lourde que toutes les sociétés ne sont pas à même de supporter. Aussi, il est compréhensible que chaque investisseur retienne pour ses cibles potentielles des critères de sélection exigeants.

La cible potentielle doit réaliser au minimum quelques millions d'euros de chiffre d'affaires. En fait, sont exclues des opérations de LBO, les Très Petites Entreprises (TPE). Avec un chiffre d'affaires modeste les flux de trésorerie d'exploitation* ne peuvent pas être suffisants pour assurer le service de la dette de façon confortable. Toutes les autres entreprises, des PME/PMI aux grands groupes internationaux, peuvent donc faire l'objet de telles opérations.

³ La terminologie « vache à lait » est empruntée au Boston Consulting Group et à sa célèbre « matrice BCG » qui classe les entreprises et leurs produits en quatre catégories : les vedettes, les dilemmes, les poids mort et les vaches à lait. A chacune de ces structures correspond un niveau de rentabilité, un niveau d'investissement nécessaire, une consommation et un dégagement de liquidité.

Malgré tout, le marché nous indique que les LBO conséquents se multiplient mais que les très gros LBO qui ont été mis en place en 2002 (cf. tableau ci-après complété par l'Annexe, p155) commencent à s'essouffler. Nous développerons d'avantage ce point lorsque nous étudierons le marché du LBO et les tendances qui s'y dessinent.

Société	Lead Sponsor	Pays	Entreprise value en Md€
Legrand SA	Wendel/KKR	France	3,9
Jefferson Smurfit Groupe Plc	Madison Dearborn	Irlande	3,5
Unique Pub Co/Voyager	Cinven	Royaum-Uni	3,2
Télédiffusion de France	CDC, Chaterhouse	France	1,9
7 filiales de Siemens	KKR	Allemagne	1,7
Harraman & Reimer GmbH	EQT	Allemagne	1,7
Group Elis	PAI	France	1,5

Source : Thomson Financial Data, Reuters

L'année 2003 n'a pas vu de LBO aussi conséquents se mettre en place. Comment expliquer cette évolution. Tout d'abord, il faut signaler que l'année 2002 ne doit pas être regardée comme une année référence mais plutôt comme une année très exceptionnelle, animée en France par le LBO record sur Legrand SA. Depuis un an, les LBO sont plus modestes.

1.3.1 La conjoncture économique doit être propice aux opérations de LBO.

La conjoncture économique explique en partie cette situation. Le ralentissement de la croissance, observé en Europe, et plus particulièrement dans sa partie continentale, a un impact sur la qualité des *cash flows* d'exploitation, leur montant et leur récurrence. Aujourd'hui, la situation économique n'offre pas une visibilité claire. Le tableau de la page suivante reflète cette situation et fait apparaître une donnée essentielle : le nombre de LBO est en baisse en France depuis 1998. On observe même un effet de ciseau révélateur des craintes des investisseurs : le nombre de petites opérations est en baisse alors que celui des LBO de plus de 50 M€ est en légère hausse. Ce phénomène s'explique peut être par une raréfaction des « bons dossiers » recherchés par les investisseurs. Nous pensons surtout que la taille des LBO et leur nombre dépend des choix stratégiques opérés par les fonds.

Certains fonds préfèrent réaliser quelques gros LBO rémunérateurs et consommateurs de capitaux alors que des banques, par exemple, considèrent qu'il est moins risqué de mutualiser les risques en investissant dans plusieurs LBO de taille plus modestes. Nous pensons aussi que la durée de vie limitée des fonds d'investissement, 7 à 8 ans en moyenne, les poussent à

utiliser rapidement les sommes levées sous peine de ne pas tout investir et de ne pas réaliser les opérations pour lesquels ils ont été mandatés. Ces fonds d'investissement sont contraints de réaliser des opérations pour générer le taux de rendement réclamé par les institutionnels apporteurs de capitaux. Ils ont donc une pression indéniable pour rentrer dans un LBO, le gérer puis en sortir. Ils sont à la recherche de cibles intéressantes. N'oublions pas que les TRI constatés sur les LBO sont souvent plus importants que ceux réalisés dans l'amorçage ou dans le venture*. Aussi beaucoup de fonds se recentrent sur les opérations de *buy-out* et préfèrent délaisser le capital risque. La multiplication des intervenants sur ce marché engendre une véritable concurrence entre fonds favorables aux vendeurs, comme nous le verrons dans la suite du mémoire. Les types d'investissement, leurs montants et leurs nombres sont le résultat de l'évolution de ce marché.

Segmentation des LBO par taille d'opération en France

Valorisation	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Moins de 5M€	23	33	18	21	28	7	9	7	11	7
5M€ - 10M€	54	56	50	62	67	81	48	64	86	70
10M€ - 25M€	8	12	16	13	20	23	38	20	2	8
25M€ - 50M€	11	6	14	8	9	20	18	12	9	6
50M€ - 100M€	2	6	1	9	5	10	15	8	7	9
100M€ - 250M€	4	2	0	2	3	11	10	9	4	11
Plus de 250M€	0	0	1	1	5	3	9	8	8	11
Total	102	115	100	116	137	155	147	128	127	122

Source : Ernst & Young – AFIC

Il faut aussi signaler que la conjoncture économique a un impact direct sur les valorisations qui se réduisent. Au point que certains dossiers ne trouvent pas preneurs. La valorisation de Laflachère, filiale de LVMH, ne cesse d'être revue à la baisse. Le groupe Suez n'a pas voulu brader Fabricom qu'il souhaite pourtant vendre. Vivendi Universal est confronté aux mêmes difficultés. Le groupe, qui souhaite se désengager d'UGC (distributeur de films en salle) en cédant sa participation de 55,3%, a finalement décliné une offre de LBO France et de CDC* Capital considérant les valorisations trop faibles.

Les cessions envisagées par les groupes industriels sont donc reportées dans l'attente de jours, et de conditions de marché, plus favorables. Nous devons noter une évolution importante du marché : aujourd'hui, les entreprises qui se considèrent bradées refusent d'être vendues. La position des fonds, jugée enviable jusqu'à maintenant, s'inverse. Ils n'ont plus la main. Les entreprises sont à même d'être sélectives et bien reçues par un fonds qui la paye à un prix intéressant. Cette situation s'explique par la multiplication des fonds, la concurrence

importante qui en découle, et les efforts mis en place par les groupes depuis quelques années. Ils ont réduit leur endettement et ne se sont plus obligés de brader leurs actifs pour améliorer leur trésorerie.

1.3.2 Les sociétés cibles doivent respecter des contraintes fortes pour faire l'objet d'une opération de buy-out.

i. Cerner le risque d'exploitation de la cible est primordial

La cible éventuelle doit être financièrement saine, elle doit maîtriser son risque d'exploitation. Ce risque s'analyse par comparaison entre les fluctuations des revenus de l'entreprise et l'ensemble de ses coûts fixes. Les évolutions du secteur, du marché et des produits d'exploitation sont déterminantes. L'EBE économique normatif, égal à la somme des frais financiers et de l'amortissement linéaire des investissements, doit être supérieur ou égal à l'EBE constaté (produits d'exploitation – charges d'exploitation) pour assurer une bonne gestion actif/passif.

Le risque d'exploitation peut être réduit par une meilleure maîtrise du volume des ventes (diversification de la clientèle → massification du marché) et une « variabilisation » des charges. L'utilisation de contrats de location, de crédit baux ou un recours à la sous-traitance réduit les coûts fixes et permet d'obtenir l'effet recherché : transformer les coûts fixes en coûts variables. Une telle maîtrise permet d'abaisser le point mort, niveau minimum d'activité pour satisfaire les exigences des partenaires de l'entreprise.

ii. La cible doit être équilibrée

Elle doit absolument maîtriser le défaut éventuel de non harmonisation des flux d'encaissements et de décaissements. Ce risque financier se mesure en comparant la différence entre l'EBE économique (DAT linéaires + frais financiers) et l'EBE financier (Frais financiers + remboursement du principal + charges liées au résultat). Le premier doit être supérieur au second :

$$\text{EBE économique} > \text{EBE financier}$$

Le non respect de cette contrainte signifie que les flux d'encaissements et de décaissements sont trop peu (ou pas) corrélés. En somme, adosser le remboursement d'un principal éventuel à un actif mal amorti serait une gestion actif/passif menant tout droit à « l'effet César Birotteau », c'est-à-dire l'ouverture d'une procédure collective !

L'étude préalable indispensable à la mise en place d'un LBO nécessite une analyse « financière classique » fine. La grille d'allocation des risques présentée ci-après recense les principales difficultés auxquelles l'entreprise peut être confrontée. Chacun de ces points et leurs évolutions sont soigneusement analysés.

Identification du risque	Compréhension et mesure du risque
Risque d'exploitation (Risque de non-flux ou risque de <i>ramp up</i>)	* EBE constaté > EBE économique* ? * Maîtrise du seuil de rentabilité économique (SRE ou point mort économique) ? * Importance des gros clients sur l'ensemble des produits d'exploitation. * Mesure de la sensibilité de l'EBE en fonction de la perte éventuelle des clients importants.
Risque financier	* Vérifier que le fonds de roulement (FR) couvre bien le besoin en fonds de roulement (BFR). * S'assurer que le BFE est bien couvert par des ressources stables ? * Analyser l'importance du BFE propre et du FR propre * Vérifier la maîtrise du seuil de rentabilité globale (SRG ou point mort financier) et de l'élasticité du résultat d'exploitation * Vérifier que l'EBE économique > EBE Financier => comme mesure de l'équilibre financier et d'une gestion acti/passif saine * Vérifier l'existence d'une trésorerie de précaution éventuelle
Risque de signature sur créances clients	* Les clients font-ils défaut ? Comment se fait la sélection des clients ? Quel est le délai moyen de règlement des clients ? Ce délai doit être comparé au délai de paiement moyen des fournisseurs. * Le portefeuille de clients est-il diversifié ? * Les risques éventuels sont-ils provisionnés ?
Risque de liquidité sur les stocks	* Quel est le niveau des stocks en jours de CA ? * Quel est leur évolution ? * Comment sont-ils financés ?

* L'ensemble des définitions nécessaires à la compréhension de cette grille d'allocation des risques est détaillé dans le corps de ce chapitre et complété dans le glossaire en fin de mémoire.

Après avoir analysé les risques encourus par l'entreprise et leur maîtrise éventuelle, il faut analyser la rentabilité passée et future de l'*OpCo*. Celle-ci doit être significative et récurrente avoir un réel potentiel de croissance. Le *return on capital employed* (ROCE*) doit être stable, peu saisonnier et supérieur au coût de la dette, pour permettre un réel effet de levier comme nous le verrons ultérieurement.

Ces points financiers sont bien sûr liés aux atouts et avantages concurrentiels de la dite société. Les LBO sont souvent plus simples sur des sociétés qui occupent des positions de *leader* ou *quasi-leader*, avec un fort *know-how* qui rend l'empiètement de la concurrence sur les parts de marché conquises jusque-là, délicat.

L'analyse du calendrier des investissements que doit faire l'entreprise est importante. Elle doit disposer d'un outil de production adapté, de façon à ce que la société, après l'entrée de nouveaux actionnaires, ne soit pas obligée d'investir massivement. Ceci aurait pour conséquence d'amoindrir l'effet de levier propre à l'opération de LBO et de capter des flux prévus initialement au service de la dette.

Après la mise en place du LBO, les flux de trésorerie générés par l'exploitation (*Free cash flow* = EBE – variations de BFR – IS calculé sur le Rex – Investissements) seront affectés au service de la dette. L'autofinancement ne doit donc pas être trop contraint par des investissements massifs à effectuer pour garder l'outil de production en l'état. Le montage d'un LBO est réservé aux entreprises stables, bien installées sur leurs marchés et dont les résultats ne sont pas soumis à de trop forts aléas. Enfin, n'est-il pas préférable que la cible possède quelques actifs non stratégiques, non *core business*, en vue d'une cession éventuelle, capable de générer des liquidités ? Par conséquent, les spécialistes regardent très attentivement les caractéristiques suivantes :

- L'historique et volatilité de la rentabilité d'exploitation
- Le niveau de risque attaché à l'activité
- Le positionnement concurrentiel de l'entreprise et de ses produits
- La notoriété de l'entreprise et de ses produits sur son segment de marché
- Les compétences de l'équipe des managers repreneurs et leur aversion aux risques
- Les flux de trésorerie prévisionnels pour assurer le service de la dette
- Le faible niveau d'endettement de la cible et sa capacité à générer des *cash flows*
- L'existence d'actifs non stratégiques rapidement cessibles
- Le niveau des technologies utilisées pour la production
- Le niveau d'usure et/ou d'obsolescence des outils de production

L'ensemble de ces points techniques doit être validé. Ils ne sont qu'une condition nécessaire du succès d'un LBO. Le point le plus important reste la capacité de la cible à remonter des dividendes vers le holding.

iii. Il faut s'assurer de la capacité de la cible à distribuer des dividendes.

Cette capacité se mesure à la fois par le niveau des montants distribués sous forme de dividendes et par la régularité dans le temps de ces flux. Ces flux ou *free cash flows* sont calculés après le financement du besoin en fonds de roulement* (BFR), des investissements nécessaires à l'exploitation (*Capex** pour *capital expenditures*) et des remboursements éventuels des dettes de la cible (DS pour *debt services*). Toutefois, lorsque la cible présente un passif conséquent, le fonds d'investissement apure les dettes avant le début de l'opération, afin de ne pas gêner les distributions futures de dividendes au holding. Par conséquent, les cibles privilégiées doivent absolument présenter des flux de trésorerie disponibles élevés et un endettement faible, voire nul.

L'ensemble de ces points, s'ils sont acquis, se traduit par une création de valeur substantielle qui permet aux investisseurs d'envisager une sortie « confortable ». Faut-il ici rappeler que la création de valeur pour l'investisseur ne vient pas seulement du remboursement de la dette mais aussi d'un accroissement de la valeur de la société au cours de l'opération ? Nous aborderons ce point lorsque nous détaillerons l'origine de la création de valeur.

Une fois que l'ensemble des contraintes évoquées est satisfait, l'entreprise est susceptible d'intéresser des fonds de LBO qui doivent aussi s'assurer de la valeur du dirigeant qui est amené à s'associer à l'opération (MBO).

iv. Le charisme du principal dirigeant joue alors un très grand rôle.

Les LBO associent très fréquemment les managers aux fonds. Seuls les premiers ont une connaissance fine de l'entreprise et de son marché. Il est souvent très utile de les associer à l'opération pour conserver leur savoir-faire. Le charisme du dirigeant et de l'équipe de direction, sa capacité à soutenir la pression inhérente à l'opération est important. Il semble même que ces managers « LBOisés » y prennent goût.

Le rôle des managers joue un rôle particulièrement important lors de *spin-off**. Ils sont la vente d'une division ou d'une filiale d'une grosse société qui désire recentrer son activité sur son métier de base. Cette vente est très souvent réalisée sous la forme d'un LBO. Lors de cette opération qui est un véritable bouleversement pour l'entreprise cédée, il existe un risque de

démotivation des salariés inquiets. C'est le sentiment d'appartenance à un groupe, avec sa culture, son histoire, qui est menacé par l'opération.

Une telle perte de motivations peut avoir des répercussions fortes sur la qualité du travail et donc sur les résultats d'exploitation de la dite société. Les investisseurs sont très attentifs à ces aspects psychologiques qui peuvent obérer le développement de la cible. Comment résoudre ces difficultés ? Les fonds d'investissement peuvent mettre en place des systèmes d'intéressement au capital comme les *equity kickers** ou les *stock options** que nous aborderons plus loin.

En somme, il est indispensable de s'assurer de la qualité du management et d'éviter de le déstabiliser trop fortement. Cette motivation est toujours plus forte lorsque les managers de la société reprennent eux-mêmes l'entreprise ! *Option Finance* indique que lorsque ces managers sont en confiance avec les investisseurs il leur devient « impossible de revenir dans un grand groupe »⁴ au sein duquel ils perdraient leur autonomie.

La composition de l'équipe, ses performances passées et ses objectifs futurs sont des points cruciaux à analyser très finement.

v. Autant de contraintes indispensables à la création de valeur.

L'ambition de l'investisseur financier est d'augmenter la valeur de son placement avant d'en sortir. Pour se faire, il doit créer de la valeur. Cette création de valeur se mesure grâce au taux de rendement interne (TRI*). L'objectif des apporteurs de fonds propres est de réaliser un TRI au minimum égal à 20 %. Cette performance correspond à un multiple de l'investissement initial [I_0] de l'ordre de 2 à 5 sur une période comprise entre 4 et 9 ans. La modélisation, très simple, présentée ci-après l'illustre.

Hypothèses :

- Un rendement annuel de 20% est exigé, *ex ante*, par le fonds d'investissement
- Le flux I_0 correspond à l'investissement initial dans les capitaux propres fait par le fonds de LBO. Il est, dans notre exemple, égal à 100. Il représente la part apportée par le fonds dans le prix d'achat.
- Le placement est réalisé pour une durée de 5 ans.

⁴ Capital Finance, *LBO, La nouvelle donne*. « Dirigeants d'un LBO, une drogue dure », p47

TRI	20%									
Année	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Flux*	-100	120	144	173	207	249	299	358	430	516

* les flux, à l'exclusion de I_0 , correspondent aux prix de sortie des investisseurs en fonction de l'échéance.

A l'échéance, année 5, l'apporteur de capitaux sort de son investissement avec 249. Il a réalisé 249% de rendement brut. Son rendement net (hors *fees* et autres frais de gestion, de montage, d'audits...) est égal à $(249 - 100) / 100 = 1,49$ soit 149% de rendement net sur 5 ans.

L'opération inverse, *ex post*, permet de calculer le rendement constaté d'un investissement, ou TRI. Nous conservons les hypothèses de placement initial ($I_0 = 100$) et d'horizon d'investissement (5 ans). L'investisseur vend sa participation pour une somme de 249. Dès lors, son TRI* brut est égal à 20%. Une fonction Excel permet de calculer ce TRI très aisément⁵.

Année	0	1	2	3	4	5
Flux	-100	-	-	-	-	249
TRI	20%					

Avec un prix d'entrée de 80, le TRI passe de 20% à 25,5% !

Année	0	1	2	3	4	5
Flux	-80	-	-	-	-	249
TRI	25,5%					

Cet exemple montre l'importance des composantes du TRI :

- le prix d'entrée
- le prix de sortie
- et les flux intermédiaires éventuels.

La capacité d'un fonds à bien négocier et à maîtriser la totalité de ces flux impactera son rendement final. Tous les facteurs qui impactent les flux, comme la conjoncture économique ou encore la capacité du management à améliorer le cycle d'exploitation de l'entreprise cible, sont déterminants.

⁵ Nous présentons dans le glossaire (en fin de mémoire) un Taux de Rentabilité Interne qui intègre un flux intermédiaire et non plus un seul flux initial et un simple flux final.

vi. Un exemple simple illustre la création de valeur recherchée

Imaginons une société, en année N, avec les caractéristiques suivantes :

- Produits d'exploitation : 100 M€
- $EBIT_N^*$: 12,5 M€ et,
- Dettes financières nulles.
- Prix d'acquisition : 100 M€, soit 8 fois son $EBIT_N$

Le fonds acquéreur réalise un investissement en fonds propres de 30 M€ et finance le delta entre le prix d'acquisition et son apport par de la dette bancaire à moyen terme à hauteur de 50 M€ et de la dette mezzanine pour le reste (20 M€).

Après cinq ans le fonds sort de l'opération : il revend sa participation. En N+5 les données du compte de résultat ont évoluées et sont les suivantes :

- les ventes représentent 120 M€ et,
- l' $EBIT_{N+5}$ est de 16 M€ car l'entreprise sous la pression du LBO a mieux maîtrisé ses charges.

Les dettes résiduelles se composent de la mezzanine pour 20 M€ et de la dette bancaire qui n'est plus que de 26 M€.

Le prix de cession de l'entreprise est de 136 M€ ce qui représente 8,5 fois son $EBIT_{N+5}$. Cette hausse du multiple de valorisation est le reflet de la hausse de la valeur des entreprises du secteur. Le prix des actions est égal, lui, à la différence entre l'*entreprise value** et les dettes, c'est-à-dire 90 M€ $\rightarrow 136 - (20 + 26) = 90$ M€.

Ces 90 M€ doivent être rapportés à l'investissement initial de 30 M€, on constate un triplement de la mise en fonds propres et une plus-value de 60 M€.

Les différentes sources de création de valeur proviennent de :

- L'accroissement de l' $EBIT_{N \rightarrow N+5}$ $(16 \text{ M€} - 12,5 \text{ M€}) \times 8,0 = 28 \text{ M€}$
- L'accroissement du multiple de valorisation $(8,5 - 8,0) \times 16,0 \text{ M€} = 8 \text{ M€}$
- Le remboursement de la dette bancaire $(70 \text{ M€} - 46 \text{ M€}) = 24 \text{ M€}$

Le total est bien de 60 M€. On observe dans cet exemple que la création de valeur ne vient pas uniquement du remboursement des dettes. Il est aussi le fait de la hausse du multiple de valorisation liée à de bonnes transactions sur le secteur, et à une meilleure gestion et au développement de l'entreprise qui peut avoir capté des parts de marché, lancé des produits innovants et captifs, réduit ses marges... autant de points liés aux compétences du management à innover, à saisir les opportunités qui se présentent à lui, voire à forcer le marché.

Dans un MBO, le rôle du management, de son dirigeant ainsi que leurs capacités de gestion sur toute la durée du montage sont des données primordiales. Faut-il rappeler qu'un rachat par LBO s'inscrit dans la durée ? Il nécessite de la part des dirigeants repreneurs une profonde motivation démontrée par la qualité du plan de développement qu'ils sauront élaborer et par les risques qu'ils accepteront de prendre.

Leur implication se matérialise par l'investissement personnel qu'ils sont prêts à faire et par une rémunération plus faible ou plus variable qu'ils sont prêts à accepter ! « La simple opportunité d'acheter une entreprise dans de bonnes conditions et d'en assurer la gestion dans la continuité ne suffit pas : les dirigeants repreneurs doivent non seulement disposer d'une expérience adaptée aux spécificités de la société cible, mais aussi être capables d'y apporter des évolutions stratégiques et de nouvelles idées capables de créer de la valeur à moyen terme ». Cette citation tirée d'un rapport de l'AFIC étaye parfaitement notre propos.

Dans un MBI, les compétences nécessaires au dirigeant ne sont pas très différentes. Quelle que soit le montage réalisé, dirigeants et management doivent investir leurs fonds personnels dans l'opération. Cet investissement en fonds propres est la marque d'un réel intérêt pour le montage. Lorsque l'on est le principal dirigeant repreneur, le montant minimum attendu par les investisseurs financiers est de l'ordre de 150 k€. Il doit refléter une véritable prise de risque aux côtés des partenaires financiers. Il est également indispensable que les autres managers importants de l'entreprise soient impliqués pour des montants qui dépendent de leur position dans la société et du rôle qu'ils vont être amenés à tenir.

4. Les opérations de LBO répondent à des problèmes de succession, d'allocation d'actifs et de restructuration du capital.

1.4.1 Dans une population d'entrepreneurs vieillissante, les LBO permettent de résoudre des problèmes de succession.

Les différents LBO évoqués sont des mécanismes particulièrement utiles dans les opérations de restructurations du capital. Aussi, lorsque une entreprise familiale est confrontée à un problème de succession, au départ à la retraite de son dirigeant, les propriétaires peuvent décider de vendre la société à l'un des membres de la famille sans pour autant que celui-ci ait les moyens financiers d'apporter la somme correspondante au prix de vente. Lorsqu'il n'y a pas de successeur potentiel dans le cercle familial, l'ensemble ou partie des salariés de l'entreprise peut s'associer avec les investisseurs pour reprendre la société. Cette opération particulière est une reprise d'entreprise par les salariés (RES). Nous avons déjà évoqué ce type d'opération qui n'est qu'un cas particulier du LMBO.

1.4.2 Le LBO facilite le recentrage des grands groupes : *spin-off* et *build-up*.

La cession de filiales non stratégiques d'un groupe, est une situation très propice à la mise en place de LBO. Ces *spin-offs** s'inscrivent dans le mouvement de recentrage des sociétés mères sur leurs métiers de base, leurs « *core business* ». Ils ont été l'objet de très importants LBO en 2001 et 2002.

Date	Spin-Off	Acquéreur	Cédant	Montant (millions €)
2002	SigmaKalon	Bain Capital	TotalFinaElf	1 000 (estimation)
	Vivendi Universal Publihing	Cinven, Carlyle, Apax Partners	Vivendi	1 200
	Legrand	KKR, Wendel Investissement	Schneider	3 600
	TDF	CDC Equity Capital, Chaterhouse	France Télécom	1 900
	Aventis Nutrition animale	CVC Capital	Aventis	500
2001	Materis	CVC Capital	Lafarge	890
	Antargaz	PAI	TotalFinaElf	520
	Picard Surgelés	Candover	Carrefour	930
	Cegelec	CDC Equity Capital, Charterhouse	Alstom	770
	Schlumberger activité compteurs	LBO France	Schlumberger	350

Source : Agefi

Ce tableau montre que les *spin-offs* portent sur des montants très importants. Ils accompagnent un mouvement de fond des opérations de fusions acquisitions observé depuis l'éclatement de la bulle spéculative du premier semestre 2000.

En 2001 et 2002, nous observons que ce sont des sociétés industrielles (Schlumberger, TotalFina ELF) ou encore les entreprises traditionnelles de services (Vivendi Universal Publishing) qui se séparent de branches d'activités entières. Comment expliquer ce phénomène ? Y a-t-il une connexion directe entre ces cessions et l'éclatement de la bulle spéculative ? Nous pensons que le *spin-off* de Vivendi est lié aux difficultés financières du groupe induites par des financements hasardeux dans les High-Tech. Le groupe était à la recherche de liquidités. Il devait céder une filiale et générer du *cash* pour faire face à ses exigences à court terme. Le groupe n'a pas maîtrisé son risque financier et n'a pas été en mesure d'harmoniser ses flux d'encaissements et de décaissements (cf. « la cible doit être équilibrée »).

Les *spin-offs* sur Cegelec, ou Sigmakalon sont les fruits de contraintes différentes et s'inscrivent dans un mouvement profond de réduction de coûts. Ces opérations peuvent être qualifiées de défensives puisqu'elles permettent à la société mère de se recentrer sur son coeur de métier, de dégager des liquidités par la cession et ainsi d'être en mesure d'éponger des dettes astronomiques. L'exemple de France Telecom illustre aussi cette politique de désendettement et de recentrage.

Ces opérations horizontales sont la marque d'une volonté de recentrage fort. Ce mouvement corrige les stratégies de diversification observées en France depuis la première vague de privatisations du milieu des années 1980.

Nous remarquons aussi que ces LBO qui portent sur des montants astronomiques n'ont pas eu beaucoup de difficultés pour se financer. Ceci illustre l'importance du montant des capitaux dans le *buy-out* et l'appétence des fonds pour les gros dossiers qui permettent de générer le TRI escompté avec une seule opération. Ces *buy-out* séduisants sur le papier, sont néanmoins risqués pour les fonds qui peuvent alors faire faillite. Leur réussite est totalement corrélée à la réussite de ces LBO énormes puisqu'ils ne sont pas en mesure de mutualiser les risques pris sur ces dossiers avec d'autres investissements du même acabit. Les montants présentés dans le tableau sont beaucoup trop importants. Les risques inhérents à ce type de LBO sont difficiles à couvrir.

Les opérations de LBO s'inscrivent aussi bien dans un mouvement lié au vieillissement de la population des chefs d'entreprise que dans un mouvement de recentrage d'activités des grands groupes.

1.4.3 Les LBO permettent de financer des retraits de cote. Malgré tout, le succès des opérations de *Public to Private* reste mitigé

La technique des LBO peut être utilisée pour un retrait de la cote. Malgré tout ce mécanisme présenté il y a deux ans comme le remède aux difficultés boursières n'a pas connu le succès escompté. Comment expliquer la distorsion entre l'intérêt proclamé des opérations de *public to private** (P to P) et leur petit nombre ?

De nombreuses sociétés introduites en bourse, au Nouveau Marché notamment, ont des capitalisations boursières extrêmement faibles, souvent inférieures au niveau de leur trésorerie. L'éclatement de la bulle internet en 2000 a contraint les investisseurs à se désintéresser de ce marché de sociétés trop jeunes. Le Second Marché a lui aussi été sinistré. Les cours se sont effondrés. Dès lors, il est devenu très difficile pour un chef d'entreprise de renforcer son fonds de roulement en procédant à une augmentation de capital en numéraire sans se diluer de façon excessive. Aussi, préfèrent-ils sortir de la cote et se libérer des obligations auxquelles ils étaient assujettis. La bourse ne répond plus à leurs attentes. Des fonds de LBO, spécialisés dans le *P to P*, financent ce type d'opérations. Leurs succès restent mitigés alors qu'en 2001 notamment beaucoup de *small* et *middle caps* se déclaraient favorables à un retrait de la cote. Nous pensons que le coût de ces opérations dissuade les dirigeants qui préfèrent attendre patiemment une remontée de leurs capitalisations boursières et continuer de bénéficier de la publicité offerte par les marchés.

Après avoir rappelé la définition du LBO, ses objectifs de création de valeur, et les différents motifs qui poussent à ce type d'opérations, intéressons-nous maintenant au marché du LBO et à ses grandes tendances.

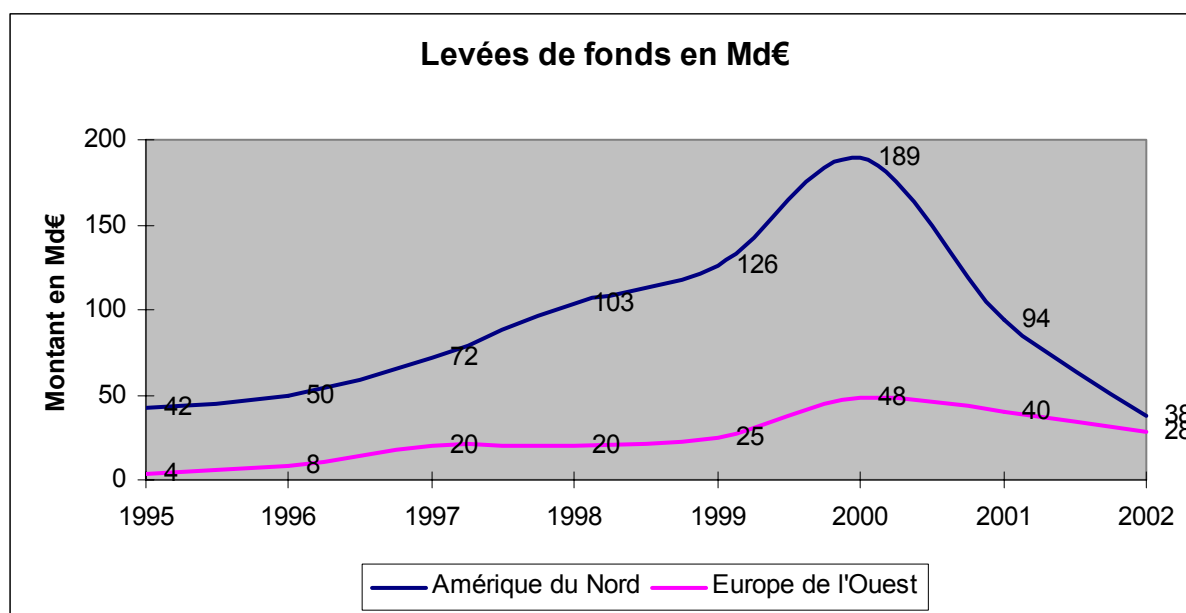
5. Deux grandes tendances se dessinent sur le marché du LBO. Une analyse transversale.

Le *private equity**, ou l'investissement en fonds propres dans les entreprises non cotées en bourse, se décompose en cinq grandes activités majeures que sont : le capital amorçage (*seed capital**), le capital risque* (*venture capital*), le capital développement (*expansion capital*), le capital transmission (*buy-out*) et le capital retournement (*replacement capital*).

A chacune de ces activités, à ses intervenants, à ses risques et à ses objectifs correspond un stade bien défini de développement de l'entreprise. Comme nous ciblerons notre étude sur les transactions de capital transmission* nous devons saisir les lignes de force du *private equity*.

i. Les grandes évolutions du *private equity*.

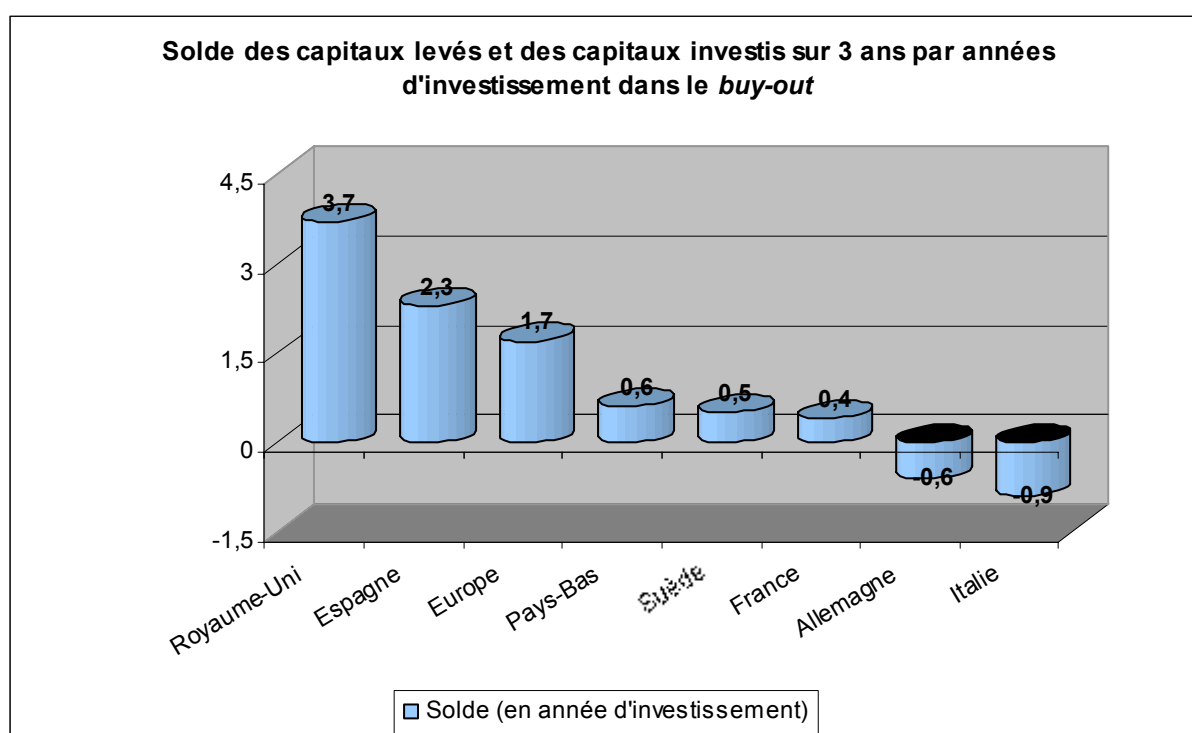
Le graphique suivant illustre les montants considérables levés par les fonds d'investissement en Amérique du Nord (USA + Canada) et en Europe de l'Ouest (Royaume-Uni, France, Italie, Allemagne et Pays Bas). La répartition des investissements par type d'activité est détaillée plus loin dans cette partie.



Source : CPR Private Equity 2003

Nous constatons immédiatement que le marché nord américain connaît, depuis 2001 et après une phase de croissance continue (+278%) de cinq années, une crise sur son marché des

levées de fonds (– 80%). L'éclatement de la bulle spéculative du premier trimestre 2000 et la crise des marchés financiers qui en a découlée en 2001 ne sont pas étrangers au phénomène. Avant cette période, les levées de fonds furent considérables, si bien qu'aujourd'hui, les gérants de portefeuilles disposent, pour la grande majorité d'entre eux, de réserves non encore investies. « Fonds levés » ne signifie pas « fonds investis » ! Les fonds sont capables de faire face aux dossiers importants qui se présenteraient à eux. L'investissement de sommes conséquentes n'est potentiellement pas une difficulté ! Les réserves de capitaux restent « raisonnables » : elles représentent 1,7 années d'investissement, en Europe, en 2003 pour les levées de la période 2000-2003.



Sources : CPR Prive Equity, Etude 2003, op.cit

Les faibles valorisations des entreprises et les conditions de marché difficiles ne poussent pas les gérants à investir, même s'ils pourraient bénéficier de valorisations faibles. Les levées de fonds supplémentaires ne sont donc pas nécessaires.

La même tendance se retrouve sur le marché européen des levées de fonds du *private equity*, mais de façon beaucoup plus atténuée. Notons tout de même le rattrape des fonds levés entre les Etats-Unis et l'Europe. L'année 2002 est, à cet égard, historique.

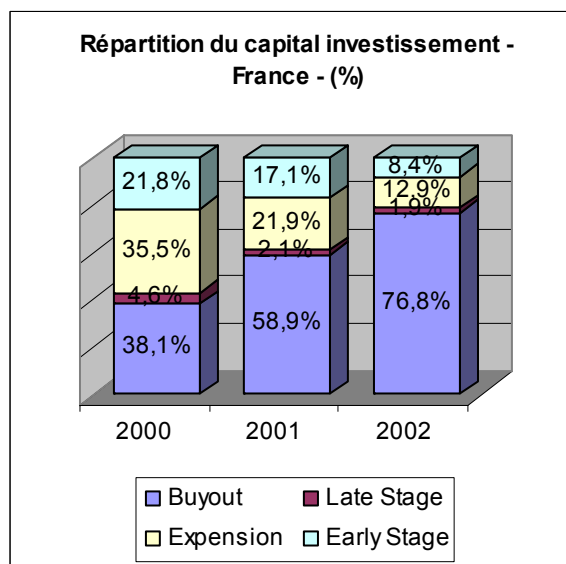
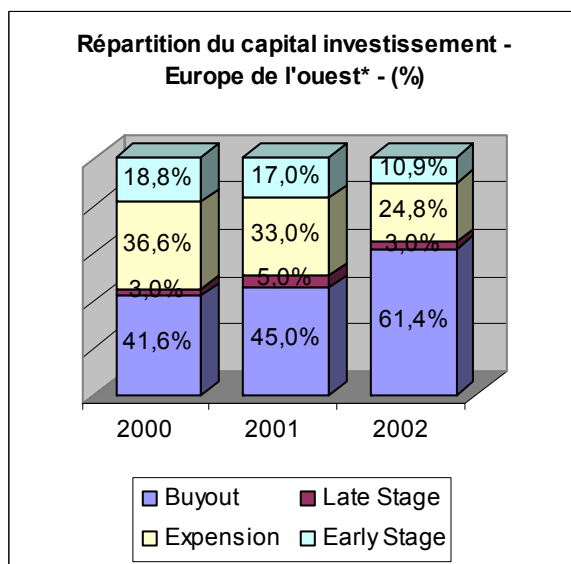
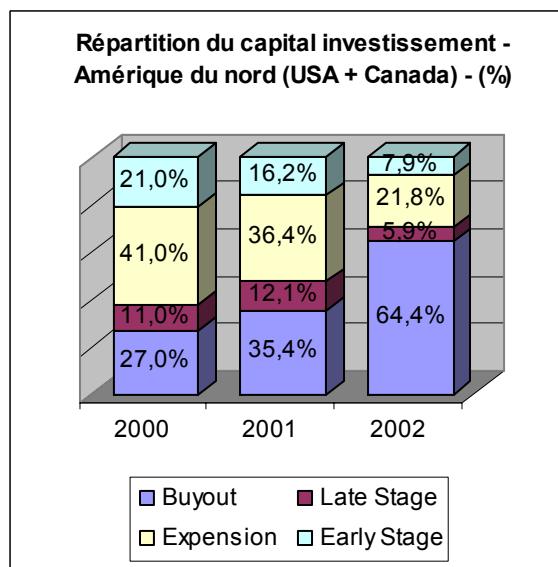
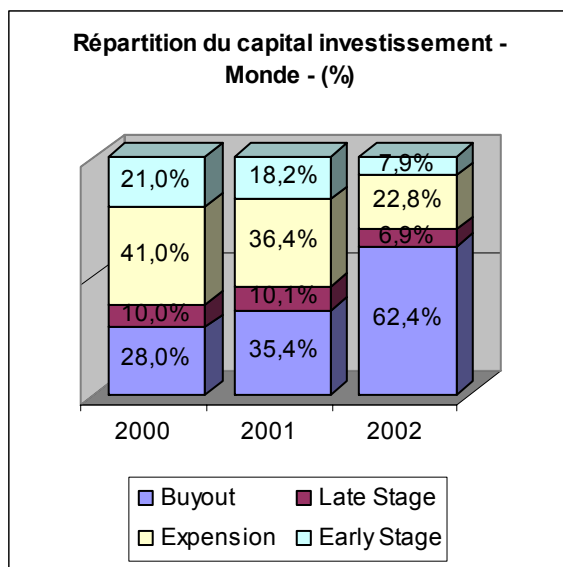
ii. Quels sont les secteurs dans lesquels les fonds investissent le plus ?

Les gérants de portefeuilles changent leurs investissements, les participations qu'ils détiennent, de secteurs économiques. Depuis les déconvenues de 2000-2001, les sociétés High-Tech n'ont plus le vent en poupe et les Produits et Services Industriels retrouvent les faveurs des investisseurs. En 2001, en France et au Royaume-Uni, le secteur des Hautes Technologies captait respectivement 27 et 29% (10,8 et 11,6 Md€) des fonds investis en *private equity*. En 2002, les parts allouées à ce secteur ne représentent plus que 20 et 14% (5,6 et 3,9 Md€). Les secteurs bénéficiaires de cette réallocation d'actifs sont principalement les Produits et Services Industriels qui passent, entre 2001 et 2002, de 34 à 39% des fonds investis en France et de 14 à 23% au Royaume-Uni. La France passe de 13,6 à 10,9 Md€ et le Royaume-Uni de 5,6 à 6,4 Md€. La baisse du niveau des montants levés n'est pas toujours compensée par la hausse des montants alloués. Dans une moindre mesure, le secteur de la Grande Distribution tire son épingle du jeu et, bien que stable en France avec 1% de hausse seulement à 18% (autour de 6,8 Md€) entre 2001 et 2002, il passe de 23 à 31% (de 9,2 à 8,7 Md€) au Royaume-Uni sur la même période. Nous considérons qu'après les échecs de 2000-2001 beaucoup de fonds préfèrent recentrer leurs investissements dans des secteurs traditionnels, dont les modèles économiques et les marchés sont mieux cernés.

Néanmoins, il semble que cette redistribution de la donne ne soit pas définitive. Les chiffres 2003, récemment publiés laissent apparaître un retour mitigé, en France tout du moins, du secteur High-Tech, puisque 23 % des fonds de *Private Equity* levés ont été investis dans l'Informatique et les Télécoms ce qui représente 837 M€ (en hausse de 3% par rapport au total des montants investis en 2002). Les secteurs *leaders* sont l'Industrie et la Pharmacie qui captent 28 % du total des capitaux investis.

iii. La part du buy-out dans le private equity

En France, la part du *buy-out* dans l'ensemble des capitaux investis par le secteur du *private equity* ne cesse d'augmenter. Elle passe d'un peu moins de 40% en 2001 (16 Md€) à plus de 75% (21 Md€) des fonds investis en 2002. Cette allocation d'actifs se retrouve sur l'ensemble du marché du capital investissement, quelque soit la zone géographique concernée. Les graphiques suivants le montrent :



* Grande Bretagne, France, Italie, Allemagne, Pays Bas

Sources : AFIC, CPR Private Equity et PriceWaterhouseCoopers

Cette montée en puissance du *buy-out* en France est le fait, ces dernières années, de l'arrivée massive de fonds d'investissement étrangers (anglo-saxons essentiellement) dans l'hexagone et de la conclusion d'opérations de très grande ampleur, chiffrées en milliards d'euros (Legrand : 5 Md€, TDF : 2,5 Md€, Elis, ...). Ces LBO impressionnants ne doivent pas faire illusion, ils restent peu nombreux et très éloignés de la moyenne des fonds investis dans les opérations plus classiques (cf Annexe p.156). En 2002, le montant moyen des LBO est de 150 M€, en hausse de 250% par rapport à l'année antérieure. Le marché français, au deuxième rang européen derrière le Royaume-Uni, suit la route ouverte par ce dernier deux ans auparavant et constate à son tour une explosion du montant moyen de ses opérations. Nous

mettons le lecteur en garde car les récents montages, très importants, faussent cette moyenne. En effet, 83% du nombre des transactions ont été réalisés sur des entreprises issu du tissu industriel français constitué de PME/PMI et dont la valorisation est comprise entre 15 et 150 M€. A titre indicatif, en 2003, 91% des opérations ont été montées sur des sociétés dont le chiffre d'affaires est inférieur à 100 M€.

Ce sont dans ces conditions de marché que se développent deux tendances majeures et qu'évoluent aujourd'hui les investisseurs. Nous allons maintenant mettre en exergue ces faits marquants du marché du *buy-out*.

1.5.1 En France, deux grandes tendances apparaissent dans le *buy-out*.

En France, le marché du *buy-out* arrive ces dernières années à maturité, et deux grandes tendances se dessinent. Force est de constater qu'après de gigantesques opérations, le marché des grands LBO (valorisations de *large caps* supérieure à 150 M€) s'essouffle et les investisseurs reportent leur attention vers un marché de taille plus modeste ... celui des *mid* et *small caps* (capitalisations boursière comprises entre 15 et 150 M€).

i. Alors que les grands LBO s'essoufflent ...

Deux principales causes peuvent être évoquées pour expliquer cette tendance au ralentissement des opérations sur les *large caps*.

Dans un premier temps, la conjoncture économique n'est pas favorable aux opérations de cette envergure. Le manque de visibilité à moyen et long terme des perspectives de croissance de l'économie nationale réfrène les ardeurs des investisseurs qui hésitent à se lancer dans des LBO qu'ils jugent « longs, complexes et aléatoires ». Ces montages sont considérés comme insuffisamment sécurisés en terme de prévision de *cash flows* d'exploitation des cibles. Nombreux sont les analystes qui affirment que le sentiment d'amélioration et de reprise de la conjoncture ne s'est pas encore traduit de façon concrète dans les faits. En somme, la conjoncture économique morose ne pousse pas les investisseurs à prendre des risques qu'ils étaient susceptibles de courir en période de croissance plus forte.

Dans un second temps, la faiblesse des valorisations des sociétés cibles par les acquéreurs potentiels, n'engage pas les propriétaires à céder leurs entreprises. Ces derniers préfèrent reporter leurs cessions plutôt que de brader leurs sociétés. L'écart constaté entre les prix proposés par les acheteurs et les prix demandés par les vendeurs laisse apparaître des décotes de l'ordre de 300 M€ pour des entreprises valorisées 950 M€. Cette décote, ici d'un peu plus de 30%, est jugée trop importante par les vendeurs, qui préfèrent reporter la cession et attendre des jours meilleurs. Le manque de visibilité des investisseurs sur le devenir des entreprises et sur leurs potentiels de création de valeur est la principale cause du faible niveau de valorisation des sociétés cibles. Les gérants de portefeuilles se retrouvent alors face à une double problématique :

- d'une part, les portefeuilles de LBO créés pour des durées déterminées et les liquidités en réserves, c'est-à-dire non investies, ne génèrent pas la rentabilité que les institutionnels en attendent,
- d'autre part, les vendeurs semblent orienter le rapport de force en leur faveur lors des transactions en refusant de vendre au rabais.

De plus, la concurrence exacerbée et la raréfaction des entreprises éligibles sur ce secteur de marché obligent les opérateurs à se tourner vers un autre marché ... celui des *mid caps*.

ii. ... les *mid-caps* séduisent les investisseurs

L'intérêt soudain que portent les investisseurs au marché des *mid caps* trouve sa source dans trois types d'explications : économique, démographique et financière.

D'un point de vue économique, le marché des *mid caps* est plus propice aux opérations de *buy-out*. La visibilité à moyen long terme est meilleure et le tissu économico-industriel français est essentiellement constitué d'entreprises de tailles moyennes. Les cibles sont donc plus nombreuses. De surcroît, la vague de restructuration des grands groupes donne l'occasion à de nombreux *spin-offs**. Ces opérations portent uniquement sur des filiales ou des départements d'entreprises. La valorisation de ces entités est plus modeste. Nous avons déjà abordé la question des *spin-offs*, nous ne développerons pas d'avantage ce point.

Vient se greffer sur ce facteur économique, un donnée démographique qui accentue le phénomène : le vieillissement de la population des chefs d'entreprises. En effet, deux à trois

milliers d'entreprises changent annuellement de propriétaires pour cause de départ en retraite des dirigeants. Ces entreprises entrent dans une phase de transmission de leur capital et sont à même de devenir les cibles privilégiées pour des montages de *buy-out*.

Les principales motivations, dont est issu le regain d'intérêt des investisseurs, restent financières. Comme nous l'avons signalé, la compétition autour des *deals* importants laisse peu de place aux opérateurs car les cibles sont rares. Sur le marché des *mid caps*, le rapport de force joue en faveur des investisseurs. De nombreux avantages poussent les intervenants vers ce marché :

- le nombre de cibles éligibles est plus important,
- le nombre d'intermédiaires est plus faible, ce qui, entre autres, limite les coûts de mise en place du montage. Enfin,
- bien que les espérances de rentabilité (de l'ordre de 2 à 4 fois la mise) soient plus modestes que sur le marché de *large caps*, les investissements jouissent d'une plus grande liquidité lors de la sortie. Le marché peut absorber plus facilement ces entreprises moins chères. Les échecs sont moins fréquents.

Autant d'atouts qui rendent ce marché plus attractif, moins complexe et plus accessible aux investisseurs.

En revanche, si le marché des *mid caps* offre des avantages importants, il apporte également son lot de contraintes. Les seuls véritables inconvénients majeurs sont attachés à la structuration de la dette. Les banquiers, dont nous étudierons les attentes et les exigences dans la deuxième partie de ce mémoire (cf. « les prêteurs s'entourent de garanties de plus en plus fines »), sont plus réticents à fournir des capitaux d'emprunts aux structures de taille moyenne qu'aux grandes sociétés. Cette défiance à l'égard de petites et moyennes entreprises réside, entre autres, dans le fait que ces structures ne disposent généralement pas de systèmes de *reporting* efficaces ou de systèmes d'information performants qui permettent aux banquiers d'être informés en permanence de l'évolution de la société. Ce manque de remontée d'information handicape les banquiers prêteurs qui ne sont alors pas en mesure d'évaluer correctement leurs expositions. Leur risque de contrepartie s'en trouve accru. Les conséquences directes se matérialisent pour les investisseurs par une obligation d'apporter plus de capitaux propres, et, en même temps, les conditions de crédit accordés par la banque sont moins favorables et donc plus chères.

Bien que le marché des *mid caps* subisse aussi les effets négatifs attachés à la faible valorisation des entreprises, il reste néanmoins plus dynamique que le marché des *large caps*.

1.5.2 Quelles conclusions en tirer ?

Nous constatons qu'une forte mutation s'opère sur le marché du *private equity* et plus particulièrement sur le marché du *buy-out*.

En terme d'allocation des fonds investis, le *buy-out* se taille la part du lion au détriment des autres activités du *private equity*. Les rentabilités offertes par ce secteur de marché, par rapport aux risques encourus, séduisent les investisseurs. Les échecs y sont moins nombreux que dans les autres compartiments du *PE*, les TRI moyens y sont plus intéressants.

Dans la conjoncture actuelle, les investisseurs se désintéressent des *large caps*, où la compétition est plus forte et le marché moins important, pour se concentrer d'avantage sur un marché où les cibles sont plus nombreuses et la visibilité à moyen terme plus claire : le secteur des *mid caps*.

Les secteurs économiques eux aussi sont sujets à transformations puisque les Hautes Technologies sont désormais délaissées au profit de l'Industrie, la Pharmacie et de la Grande Distribution, autant de secteurs souvent qualifiés de « défensifs ». Un retour vers des secteurs plus classiques de la « vieille » économie.

Un marché du LBO en mouvance, qui s'est adapté au cycle conjoncturel et aux contraintes des marchés.

Nous allons dans la partie suivante, nous attacher à décrire les grands principes qui régissent les opérations de LBO.

C – L’UTILISATION DE QUATRE EFFETS DE LEVIERS EST A L’ORIGINE DES OPERATIONS DE BUY-OUT.

Les opérations avec effet de levier ne peuvent être réalisées et optimisées sans la combinaison fine de quatre effets de levier que nous allons décrire et expliquer. Ce sont les leviers juridique, social, fiscal et financier. Ils apparaissent clairement grâce à la structuration du montage en société cible et en holding qui rachète la cible.

Le levier juridique consiste à démultiplier le pouvoir d’un actionnaire grâce à la création de holdings en cascade. Le holding de tête permet alors de ne détenir qu’une partie modeste du capital de la société cible.

Le levier social résulte des bonnes relations établies entre les financiers majoritaires prenant part à l’opération de rachat et les investisseurs minoritaires (les repreneurs). Alors que les premiers sont des fonds de capital investissement que nous décrirons dans la deuxième partie (II – Le respect des exigences des différents acteurs conditionne la réussite du montage), les « minoritaires » sont, dans les LBO, les managers de la cible qui, tout en restant à la tête de l’entreprise rachetée, participent à l’opération de rachat en investissant dans le holding de reprise aux côtés des majoritaires.

L’effet de levier recherché est optimisé grâce à l’avantage fiscal associé à l’adoption du régime d’intégration fiscale par la cible et le holding de reprise. Ils ne forment plus alors qu’un seul groupe fiscal. Nous verrons que cette intégration fiscale, que nous retrouvons dans les grands pays de l’OCDE, présente des spécificités nationales que nous décrirons. Informons le lecteur que les effets de levier que nous allons décrire apparaissent dans les opérations de *buy-out* partout dans le monde. Malgré tout, cette opération doit nécessairement s’adapter aux spécificités juridiques françaises que nous étudierons dans cette partie. Nous concentrerons notre travail sur les pratiques permises dans l’hexagone.

Enfin, la combinaison de ces effets de levier dépendants les uns des autres permet d’obtenir un effet de levier financier. Ce dernier est obtenu par un rapport dettes sur fonds propres qui permet d’optimiser la rentabilité financière ou *return on equity* (ROE). Il est l’objectif recherché par les opérations de *buy-out*. Nous verrons qu’il est indissociable des trois

premiers effets de levier et de la création de valeur. En somme, l'effet de levier est la capacité d'une entreprise de générer un résultat important, par rapport aux capitaux investis pour le réaliser.

Avant d'analyser les caractéristiques et les intérêts de ces leviers, nous devons comprendre l'intérêt du holding créé *ad hoc*, sa forme sociale et l'ensemble de ses caractéristiques. L'utilisation de ce holding est indissociable des LBO même si nous verrons plus avant dans cette partie que la fusion entre la cible et le holding peut aussi être très intéressante sur un plan financier.

6. L'importance de la législation et l'effet de levier juridique.

1.6.1 Le holding est un véhicule indispensable à l'organisation des groupes.

Dans les opérations de LBO, le holding est un véritable outil d'organisation et un instrument d'acquisition incontournable. Nous retrouvons ces holdings dans deux cas de figure assez distincts : le premier, fait de ce holding un outil permanent de l'organisation d'entreprise, le second, considère ce holding comme un outil circonstancié, utilisé à des fins précises quant à son objet social et sa durée. Il est alors appelé *NewCo* (*new company*). Seul ce dernier cas nous intéresse véritablement puisqu'il est celui du LBO.

Tout d'abord, signalons que ce holding couronne l'architecture juridique du groupe ainsi constitué de la cible et du *NewCo*, puis devient l'outil premier dans la maîtrise des contraintes juridiques et fiscales.

i. Les holdings comme outil d'organisation permanent.

Les holdings comme outil d'organisation permanent facilitent l'organisation et la gestion des groupes. Nous observons très souvent que les sociétés familiales sont organisées sous la forme d'un holding dans lequel ses membres regroupent leurs participations. Même les sociétés plus importantes utilisent un holding qui sert à contrôler différents sous-ensembles. On distingue les holdings « purs » des holdings « impurs ». Les premiers ne sont destinés qu'à la détention des participations des investisseurs, tandis que les seconds peuvent centraliser des fonctions administratives supports (par opposition aux fonctions opérationnelles), comme par exemple la comptabilité ou la communication financière du groupe. La division d'une société

en holding permet de restructurer les activités de l'entreprise, voire de séparer véritablement les activités. Ainsi une société civile immobilière (SCI) pourra détenir les biens immobiliers d'une entreprise. Cette SCI sera elle-même détenue par un sous holding dont les parts de la SCI constitueront le seul actif.

Un entrepreneur désireux de donner un peu plus de souplesse à l'organisation de son entreprise pourra ainsi créer un *holding par le haut* dans lequel les associés y apporteront leurs titres de propriété. Ce holding deviendra la mère de ses filles : les filiales. Ce cas de figure est le plus fréquent. Il ne doit pas faire oublier qu'un holding peut être créé *par le bas*. Il relève de la démarche inverse, c'est-à-dire qu'un entrepreneur filialise les divers services de son entreprise afin de leurs donner une plus grande autonomie et de faciliter la gestion du groupe. Cette filialisation permet notamment de clarifier l'organisation du groupe, de faciliter la lecture et le suivi des politiques mises en place. Elle facilite la transmission d'une partie du groupe puisque le holding de tête peut se séparer plus simplement, par cession de sa participation, de l'une de ses entités filialisée. La société qui se filialise voit alors l'actif de son bilan être vidé de l'outil de production pour être remplacé par les titres des filiales qui, elles, reçoivent l'actif correspondant à leur activité (production, commerciale, marketing...).

ii. La constitution de ces holdings répond à un autre objectif : la restructuration de l'actionnariat.

Lorsque les sociétés ont un actionnariat éclaté, qu'elles ont des difficultés à le mettre d'accord pour engager des projets, le holding est très souvent utilisé comme moyen de secours. Il permet de réunir les actionnaires des filiales et d'envisager l'évolution du groupe plus simplement. « Le holding permet alors d'aplanir les divergences de vues »⁶. Nous rappelons que ces divergences entre actionnaires peuvent être encadrées par un pacte d'actionnaires qui engage les uns à l'égard des autres. Nous analyserons le contenu de ce document dans la deuxième partie de ce mémoire, relative aux différents intervenants des montages LBO.

Le holding peut aussi servir comme moyen anti-OPA pour les sociétés cotées en Bourse ou encore comme un moyen de gestion pour les sociétés de tailles importantes. Il permet de regrouper les actionnaires stables. Le holding pourra émettre un emprunt obligataire, indispensable au financement des investissements de ses filiales, ou encore, des billets de

⁶ Alain Couret et Didier Martin, *Les sociétés holdings*, 1997, PUF

trésorerie, alors que les filiales, par définition plus petites, n'auraient certainement pas eu accès aux mêmes conditions de marché et aux mêmes facilités pour lever des fonds.

Le holding est aussi un outil qui facilite la mutation de l'entreprise. Il est un outil d'acquisition que nous retrouvons dans les montages LBO. Il est incontournable dans les opérations de *buy-out* qui associent dirigeants en place et financiers puisque une société ne peut racheter ses propres titres sans tomber sous le coup de la loi. La création d'un holding de reprise devient indispensable.

1.6.2 Seule la constitution d'un holding *ad hoc* permet à une société de racheter ses propres titres.

La constitution d'un holding répond en France à un impératif juridique : une société ne peut détenir ses propres actions qu'à des conditions très restrictives. L'entreprise ne peut être son propre actionnaire, excepté dans trois cas très précis (Loi de 1966 et de 1988 suite au rapport Esambert qui autorise la relation) :

- Une société peut racheter ses propres actions dans le but d'effectuer une réduction de capital non motivée par des pertes (articles 215 et 216 de la loi du 24 juillet 1966).
- Les sociétés qui font participer leurs salariés aux résultats par attribution de leurs actions et celles qui consentent des options d'achat de leurs actions peuvent racheter leurs propres titres (article 217-1).
- Enfin, ce rachat est possible lorsqu'il s'agit de sociétés cotées pour mener des opérations de régularisation de cours (article 217-2).

Dans le cadre du rachat d'une partie des titres de la cible par le management actuel (LMBO), la création d'un holding de reprise est indispensable. Nous reviendrons sur ce point plus avant dans le mémoire. Le holding de reprise créé, la plupart des opérations de *buy-out* associent les managers de la cible à l'opération. En participant au rachat de l'entreprise ils deviennent actionnaires minoritaires aux côtés des fonds d'investissement, actionnaires majoritaires. Cette collaboration, lorsqu'elle est bien menée, est créatrice de valeur. Elle est indispensable au bon déroulement de l'opération.

1.6.3 La forme sociale des holdings de reprise dans les opérations de LBO.

Le LBO autorisé par la loi de 1966 il faut déterminer le statut juridique du holding et ainsi répondre aux attentes des intervenants. Plusieurs choix sont possibles : la Société Anonyme (SA), la Société en Commandite par Actions (SCA) ou encore la Société Anonyme Simplifiée (SAS).

i. Le choix de la société anonyme est le plus fréquemment rencontré.

L'organisation du capital offre une véritable souplesse aux opérations de LBO puisque la SA préserve l'anonymat des actionnaires. Elle autorise, dans l'absolu, une répartition du pouvoir en un nombre illimité de financiers. Outre les majoritaires, les minoritaires peuvent y être nombreux, ce qui permet de faire rentrer au capital plusieurs membres du management. Nous traiterons de ce mécanisme indispensable à la création du levier social dans la suite de ce chapitre. La SA permet de mettre en place des organes de contrôle adéquates sous forme de Directoire, qui regroupe l'équipe de management de la cible, et de Conseil de Surveillance, qui regroupe l'ensemble des financiers. Des personnes physiques et morales peuvent être membres de ce dernier. Un fonds peut alors y mandater l'un de ses associés. Le Directoire, composé des managers, rend des comptes, assure un *reporting*, directement au Conseil de Surveillance. Cette structure permet la mise en place des fondements de la gouvernance d'entreprise, principe que nous aborderons dans la partie relative au levier social.

ii. Plusieurs aspects motivent le choix de la SAS

C'est la liberté statutaire offerte dans les SAS qui motive ce choix puisqu'il est désormais possible, depuis sa création en 1994, et surtout sa réforme en 1999, de modeler les statuts à la guise des investisseurs. Cet intérêt nous semble majeur pour l'opération de LBO.

Cette souplesse se retrouve dans les formes de direction de la SAS qui présente des avantages forts :

- Elle n'impose qu'un Président qui peut être une personne morale aussi bien qu'une personne physique.
- Les modalités de contrôle interne sont laissées à la discrétion des rédacteurs des statuts.

- Enfin, elle facilite l'association des actionnaires en place de la cible et des investisseurs en laissant la maîtrise de la gestion aux premiers alors qu'ils ne sont pas actionnaires majoritaires. Cette souplesse très utile dans les montages de LBO a déjà fait ses preuves dans la structuration des opérations du *venture*. Les sociétés de capital risque imposent le statut de SAS aux sociétés en développement dans lesquels ils souhaitent investir.

La SAS présente tout de même un inconvénient fort : elle ne permet pas de procéder à un appel public à l'épargne (APE).

Son statut est très proche de celui des Sociétés en Commandite par Actions sans la responsabilité attachée au statut des commandités.

iii. L'adoption du statut de Sociétés en Commandite par Actions est plus rare.

La SCA présente des particularités fortes : elle dissocie clairement les actionnaires (commanditaires) et les gestionnaires (commandités). Les premiers contrôlent la gestion de l'entreprise au sein du conseil de surveillance et ne sont responsables qu'à la hauteur de leurs apports. A l'inverse, les gestionnaires de la société doivent répondre solidairement des dettes sociales. Leurs risques financiers sont bornés. La SCA divise clairement les pouvoirs et fixe nettement les responsabilités des commanditaires et des commandités.

Il nous semble que cette division est trop nette puisque les associés commanditaires ne peuvent pas y jouer le rôle d'associés dirigeants. Un commandité simple par exemple ne peut participer à la gestion et à la direction de la société, ce qui est contraire à l'intérêt des fonds *hands on*, qui ne souhaitent pas se cantonner au simple rôle de financiers apporteurs de capitaux.

A l'aune de cette présentation succincte des différents statuts proposés dans le droit français, nous considérons que le statut des SA et des SAS sont les plus adaptés au holding de reprise.

1.6.4 Principe du levier juridique

L'effet de levier juridique consiste à démultiplier le contrôle d'un actionnaire par la création d'un holding pur ou d'une suite de holdings en cascade. Le holding de tête ne détient, *in fine*, qu'une petite partie du capital de la société cible. Il suffit d'acquérir une société en détenant la

moitié des droits de vote plus un, et non pas l'ensemble de ces droits. La majorité de ces droits permet de prendre les décisions souhaitées sans être contraints par les autres actionnaires.

Ainsi pour contrôler une société cible, il faut en détenir 50% plus 1 droit de vote. Ces droits attachés à la détention des titres sont logés dans un holding. Dans un souci de clarté nous parlerons ici de 51% des droits de vote. Le lecteur trouvera en annexe un exemple qui illustre le mécanisme du levier juridique et des holdings en cascades.

Cette interposition de holdings constitue le premier outil nécessaire à la réussite d'un LBO. Elle permet de minimiser la mise de fonds d'un actionnaire tout en lui permettant d'asseoir son contrôle sur le groupe, puisque, une détention partielle limite l'engagement financier de l'investisseur qui détient le holding de tête. Mais ce procédé n'est pas exempt de tous reproches. Les holdings en cascade placent les actionnaires minoritaires des structures intermédiaires dans une position délicate. Il n'est pas utilisé fréquemment dans les LBO.

D'une part, les repreneurs minoritaires n'ont pas souvent de réel pouvoir de décision, d'autre part, leurs participations ne sont pas très liquides. Pourquoi ?

L'actionnaire majoritaire n'a pas d'intérêt à racheter la participation des minoritaires, celle-ci ne le dérange pas puisque, quoi qu'il en soit, il est seul « maître à bord ». De la même façon, un investisseur extérieur ne peut pas être intéressé par le rachat d'une telle participation qui, d'une part ne lui confère aucun contrôle ni pouvoir de décision dans l'entreprise et qui, d'autre part est peu liquide compte tenu du peu d'intérêt qu'elle suscite. Il risquerait de rester « collés » à ses parts, alors même qu'il envisagerait de s'en débarrasser.

Par conséquent, marqués de ces inconvénients, les parts des minoritaires subissent une décote de 20 à 30% par rapport à leur valeur intrinsèque.

Enfin, les minoritaires risqueraient de voir leurs positions fragilisées s'ils étaient incapables de suivre une augmentation de capital nécessaire pour renforcer le haut de bilan du holding.

Le levier juridique peut être réalisé par l'émission de titres qui ne donnent pas de droit de vote aux actionnaires n'ayant pas un objectif de contrôle. Les certificats d'investissement (CI) et les actions à dividendes prioritaires sans droit de vote (ADPSDV) répondent à ces impératifs. Les Certificats d'investissement ont été institués par la loi de 1983.

Les ADPSDV ou ADP, ont été créées par la loi du 13 juillet 1978. Leur émission est soumise à un préalable : seules les sociétés par actions ayant réalisé des bénéfices distribuables au

cours des deux derniers exercices précédents l'émission peuvent émettre ces titres. En contrepartie du levier juridique accru, le montage devra donc intégrer les anciens actionnaires du holding. Leurs intérêts ne sont pas toujours compatibles avec ceux des investisseurs qui prendront part au financement de l'opération. Ces titres que l'on peut retrouver dans les montages LBO ne sont donc pas très fréquents. Leur utilisation est complexe.

A l'inverse, les actions à droit de vote double permettent aux actionnaires qui sont au contrôle d'asseoir leur pouvoir. Dans ce dernier cas, le levier juridique est amplifié par le fait que les acquéreurs détiennent un pourcentage de droits de vote, donc de contrôle, bien supérieur à leur participation en capital. On voit bien que toutes ces techniques répondent à un objectif : pérenniser le pouvoir en place.

La technique du levier juridique a beaucoup été utilisée dans les années 1980. Elle permet un apport de capitaux limité. Les structures de Bolloré, LVMH ou encore Albert Frères (Exemple en Annexe, p156) l'illustrent.

Malgré tout, nous considérons que ce type de montage comporte un revers important. Il ne peut pas satisfaire pleinement les investisseurs intermédiaires. Aussi, l'adaptation de ces « usines à gaz » aux LBO, grâce à des cascades de holdings, est rare. Le montage le plus fréquent reste un holding de reprise « pur » qui prend la forme d'une société de capitaux et est constitué des titres de la société rachetée.

7. La qualité des hommes permet un l'effet de levier social.

1.7.1 Principe

L'effet de levier social est certainement le levier majeur des opérations de *buy-out*, mais il est aussi le plus difficile à cerner. En quoi consiste t-il ? Les MBO sont l'occasion pour les managers de la société rachetée de devenir actionnaires du holding de reprise. Afin d'assurer la réussite de l'opération, les sociétés de capital investissement cherchent à associer le management de la cible au succès du montage en leur proposant de devenir actionnaires à leurs côtés. Ces managers sont minoritaires puisqu'ils n'ont pas la capacité financière de racheter leur entreprise, sauf dans le cas très particulier du rachat d'entreprise par les salariés* que nous n'abordons que succinctement.

En devenant propriétaire d'une partie de la cible, l'équipe dirigeante est poussée à s'impliquer véritablement dans le montage pour espérer en retirer une plus-value après quelques années.

Elle devient un acteur précieux, et indispensable aux financiers impliqués dans le LBO, puisque l'effet de levier social réside dans cette implication très forte, des repreneurs financiers et des équipes de gestion déjà en poste, dans le succès de ces opérations.

Il est indispensable d'insister sur ce point, la réussite des LBO réside dans la qualité du management de la cible qui sera à même de respecter les contraintes d'équilibre financier liées à l'opération. Les investisseurs majoritaires doivent s'assurer de la collaboration du directeur général, du directeur financier, du directeur commercial... de tous les hommes clefs de la cible. Management devenu actionnaire et investisseurs financiers se partagent les rôles dans la reprise. En quoi ce partage du travail consiste-t-il ?

Les dirigeants repreneurs préparent un véritable diagnostic de la société rachetée :

- couple produit/marché,
- position concurrentielle de l'entreprise,
- qualité de l'organisation,
- identification des facteurs de transformation,

En somme ce travail est une analyse *SWOT* (acronyme anglo-saxon qui signifie : *Strengths* / *Weaknesses* / *Opportunities* / *Threats*) qui a pour objectif de cerner les forces / faiblesses / opportunités / menaces à l'œuvre et de circonscrire le modèle économique et son évolution potentielle.

Les dirigeants préparent un *business plan**. Ce document précieux est une projection du compte de résultat de la société. Ce plan de développement chiffré peut comprendre plusieurs scénarii et des tests de sensibilité en fonction de la qualité de la conjoncture économique et des évolutions de marché. Un bon *business plan* est une projection réaliste qui permet d'identifier l'évolution des produits d'exploitation et des marges et de les justifier. Cet exercice est délicat puisqu'il sera la base de travail permettant aux banquiers et investisseurs de fixer l'échéancier de remboursement du service de la dette (principal + intérêts). L'expérience professionnelle des dirigeants repreneurs, leur connaissance du marché, des produits et des clients, la confiance qu'ils inspirent est l'une des conditions du succès de l'opération. Elle conditionne l'obtention des financements nécessaires à la reprise de la cible. En somme, les financiers et les apporteurs de dettes seront très sensibles aux propos tenus par le management lors des *management interviews*.

Dès le début du montage du type MBO ou MBI, les dirigeants repreneurs et les financiers qui les accompagnent jouent un rôle primordial. Cette collaboration doit rester très forte tout au

long du montage. Comment se détermine la place de chacun de ces acteurs ? Comment se partagent-ils les tâches ?

Les dirigeants assurent la gestion opérationnelle de la société reprise. Quant aux investisseurs financiers, ils jouent un rôle d'actionnaire de référence et de contrôle. Avec les minoritaires, ils participent à la réflexion sur les stratégies de développement et assurent le suivi financier du montage. Ils décident des grandes orientations stratégiques à prendre. Ce partage des tâches se retrouve dans les organes de direction du holding : au sein du conseil d'administration ou de surveillance. Les représentants des investisseurs y sont majoritaires puisqu'ils en contrôlent le capital. Cette collaboration est une véritable association qui doit se révéler être un jeu à somme positive. En effet, l'objectif des financiers et des dirigeants n'est-il pas commun : développer l'entreprise pour réaliser ensemble une plus-value significative à moyen terme ? Des heures de travail en commun, nécessitent des relations *intuitu personae* fortes entre le dirigeant, le responsable d'investissement et l'entité à laquelle celui-ci appartient. Ce levier social est donc basé sur une confiance et une action réciproques.

Nous verrons que l'une des conditions de réussite ce partenariat est la clarté du pacte d'actionnaires*, qui formalise et borne les relations entre majoritaires et minoritaires. Il comprend notamment des clauses sur le droit d'information de l'investisseur financier et sur des accords préalables indispensables pour certaines décisions exceptionnelles ; sur le droit des associés en cas de cession d'actions ; sur la définition des règles de sortie à moyen terme ; et sur les engagements d'exclusivité éventuels et de non-concurrence du dirigeant repreneur notamment.

En somme, les dirigeants de la cible sont entourés de contraintes : celles liées à la bonne tenue du cycle d'exploitation et celles liées au contrôle prégnant des actionnaires qui surveillent la remontée des dividendes vers le holding.

Outre le fait d'être actionnaires minoritaires, les dirigeants de la cible sont souvent des actionnaires potentiels du *NewCo* par l'entremise de *stock-options*. La pression pour valoriser l'entreprise vient donc de tous côtés. L'endettement agit comme une contrainte sur les dirigeants. Il les pousse à maximiser les flux de trésorerie distribuables de l'entreprise. Comme le rappelle Pierre Vernimmen de façon sarcastique « d'une certaine façon, l'endettement est la version moderne du fouet des mines et des fermes de l'Antiquité ! ». Ce système de LBO et la pression de la dette sur les dirigeants actionnaires doivent permettre de réaliser une bonne allocation des ressources en faveur des actionnaires dont ils font alors souvent partie.

Le financier américain Jensen a montré que la création de valeur dans les LBO passait par deux canaux étroitement liés : l'intérêt des financiers minoritaires à gérer sagement l'entreprise cible grâce aux options détenues et la contrainte forte que la dette leur impose. Sans cette dernière, les dirigeants ne seraient-ils pas tentés d'utiliser les flux de trésorerie disponibles pour faire croître l'entreprise, au détriment de la rentabilité, en surinvestissant ou en se diversifiant hors de leurs métiers de bases ? Ce comportement risquerait de conduire à une allocation de ressource destructrice de valeur.

Cette collaboration est bien une solution aux conflits qui peuvent apparaître entre dirigeants et investisseurs lorsque les premiers ne sont pas intéressés aux plus-values futures. Cet effet de levier social, dont nous analyserons les conditions de réussite dans la deuxième partie du mémoire, est un facteur nécessaire, mais non suffisant, au succès des LBO. L'effet de levier fiscal est, lui aussi, indispensable à l'optimisation de l'opération.

8. L'importance de la dette et l'effet de levier fiscal.

1.8.1 L'intégration fiscale est une condition *sine qua non* à la mise en place du montage

Les textes juridiques français permettent de créer un holding destiné à racheter les titres de la cible. La société cible et le holding sont animés par un tandem d'investisseurs minoritaires et majoritaires, créateur de richesse (levier social). Cette construction (holding + cible) financée par un recours massif à la dette, ne serait pas optimale sans un avantage accordé par l'administration fiscale à l'utilisation de ces capitaux d'emprunts.

Désireuse de transposer dans le droit français les principes fiscaux observés à l'étranger, l'administration fiscale a adopté en 1988 le régime d'intégration fiscale qui est devenu une composante essentielle de la réussite des LBO. Nous verrons qu'il est toutefois limité par « l'amendement Charasse ». En quoi consiste ce régime fiscal ? Quel est son principe essentiel ? En quoi permet t-il de générer un levier particulier ? Qu'apporte t-il dans les opérations de LBO ?

i. Intérêt de l'intégration fiscale

Ce régime permet au holding d'être seul redevable de l'impôt sur les sociétés, la cible ne paye pas d'IS. L'impôt sur les sociétés payé par le holding, dans les LBO, est calculé sur la somme algébrique des résultats de la filiale, bénéficiaire par hypothèse, et de ceux du holding, déficitaires en raison de la charge d'intérêts. L'intégration fiscale permet ainsi de déduire du résultat du groupe les intérêts des emprunts contractés par le holding pour l'achat de l'entreprise cible. Les intérêts ne l'auraient pas été si l'acquéreur avait été une personne physique. L'effet de levier fiscal réside dans les déductions fiscales offertes par le montage financier. Il offre une économie d'impôt équivalente au taux d'impôt sur les sociétés (IS) multiplié par le montant des intérêts payés sur les dettes d'acquisitions. Il permet de faire financer une partie des intérêts de la dette par l'Etat.

Cette intégration fiscale est originale puisqu'elle donne naissance à la notion de groupe de sociétés (cible + holding) qui, jusqu'à son adoption en 1988, était inconnu en fiscalité française. Elle fut conçue dans la loi de finances de 1988, et complétée par les décrets n°88-318 du 28 mars 1988 et n°88-592 du 6 mai 1988.

Jusqu'à cette date, deux sociétés juridiquement distinctes devaient demeurer imposées séparément, même si le capital de l'une était détenu en totalité par l'autre. Il était impossible de compenser les pertes de l'une avec les profits de l'autre. Les seules alternatives pour l'entreprise en difficulté étaient d'imputer le report déficitaire sur les cinq exercices suivants ou d'opter pour un report en arrière (*Carry back*) et ainsi de faire naître une créance d'impôts sur l'Etat.

ii. Conditions et conséquences de l'adoption du régime d'intégration fiscale.

L'intégration fiscale ne peut être adoptée, sur option, qu'à certaines conditions précises qui vont impacter le LBO. Les sociétés intégrées doivent être détenues au minimum à 95%, la société de tête de groupe ne doit pas, elle-même, être détenue à plus de 95% par une autre société soumise à l'IS. Ce taux couperet est de 75% au Royaume-Uni. En Allemagne, le régime est applicable sous la simple réserve que la société mère détienne, directement ou indirectement, la majorité des droits de vote des filiales intégrées.

La société mère qui opte pour ce régime doit le signifier à l'administration fiscale avant le début du premier exercice au titre duquel elle en demande son application. Dans le même temps, la filiale doit valider cette option.

Chaque filiale du groupe doit faire une déclaration séparée de ses résultats au Trésor Public. Aucune d'entre elle ne paie l'impôt qui correspond à ses résultats. C'est la société mère qui, de son côté, fait, en plus de sa déclaration individuelle, une déclaration pour l'ensemble des résultats du groupe. Cette déclaration commune compense les bénéfices issus des remontées de dividendes des filles avec les déficits liés aux charges des dettes contractées. L'impôt sur les sociétés sera calculé sur le résultat dégagé par le groupe fiscal et centralisé par le holding qui devient un intermédiaire incontournable pour réaliser cette compensation.

Après avoir expliqué l'amendement Charasse, qui a pour objectif de contrer l'abus de droit lié à l'intégration fiscale, nous ferons un parallèle avec le « régime mère-fille » pour en faire ressortir les avantages.

iii. L'amendement Charasse limite le champ d'application de l'intégration fiscale.

Dans la Loi de Finances de 1988, le législateur a voulu prévenir un abus : les charges financières du holding ne peuvent pas être imputées sur le résultat de la cible, et l'ensemble ne peut bénéficier du régime d'intégration fiscale, lorsque ces charges sont liées à l'acquisition de titres détenus par des personnes qui contrôlent, directement ou indirectement, la société rachetée et le holding. En somme, cet amendement ne permet pas à un dirigeant de racheter ses propres titres avec de la dette, en bénéficiant d'une déduction des charges liées au nouvel emprunt. Dans le cas d'une vente à soi même, le holding de reprise est contraint de réintégrer une partie des charges financières dans le résultat imposable. L'intérêt de l'intégration fiscale disparaît.

Il limite donc les opérations de LBO : les majoritaire dans la cible (avant opération) ne peuvent participer au *buy-out* qu'en tant que minoritaire dans le holding.

1.8.2 La comparaison avec le régime mère/fille fait ressortir les avantages de l'intégration fiscale.

i. Fonctionnement du régime mère-fille

Le régime mère-fille a pour but d'éviter que les distributions de dividendes perçues par la société mère soient soumises à une double taxation au titre de l'impôt sur les sociétés (IS). Lorsqu'une filiale, non nécessairement détenue à plus de 95%, dégage un résultat positif, elle

paye un IS correspondant à ce résultat. Les dividendes qu'elle distribue ensuite, à la société mère, n'entrent pas dans l'assiette imposable de cette dernière, afin d'éviter une double imposition. Hormis ces dividendes, la mère sera soumise à l'IS pour ses autres produits, comme les intérêts reçus des prêts accordés aux filiales par exemple.

Mais si la mère est un holding pur, uniquement destiné à gérer des participations, ce qui est le cas dans les LBO, elle est totalement exonérée d'IS. Dès lors, quel est l'avantage de l'intégration fiscale par rapport au régime mère-fille qui en semble très proche. Un exemple va l'illustrer.

ii. Exemple d'intégration fiscale – comparaison avec le régime mère-fille

Imaginons qu'un holding de reprise rachète une cible pour 100 M€. Elle finance cet achat avec 70 M€ de dettes rémunérés à 6%. Le résultat courant de la cible (avant impôts) est, par exemple, de 20 M€. Le résultat exceptionnel est nul et le taux d'imposition sur les sociétés est de 35%. Dans ce cas d'école, que font apparaître ces deux régimes ?

Exemple 1.

Régime mère-fille	Le régime d'intégration fiscale est utilisé dans les opérations de LBO
Résultat imposable de la fille = 20 M€ $IS = 20 \text{ M€} \times 35\% = 7 \text{ M€}$ Résultat imposable de la mère = - 4,2 M€ IS mère = 0 €	Résultat imposable du groupe : $20 \text{ M€} - (70 \times 6\%) = 15,8 \text{ M€}$ $IS \text{ groupe} = 15,8 \times 35\% = 5,53 \text{ M€}$
IS groupe = 7 M€	IS groupe = 5,53 M€

Dans le cas du régime mère-fille, le holding perçoit des dividendes ($20 \text{ M€} - 7 \text{ M€} = 13 \text{ M€}$) non imposables pour lui et ne peut pas déduire les intérêts de ses emprunts (4,2 M€) du résultat remonté.

Dans le cas de l'intégration fiscale, la société mère doit acquitter un impôt calculé sur la base du résultat du groupe (15,8 M€). La mère compense les produits de la fille et ses propres charges.

Le régime d'intégration fiscale est très intéressant puisqu'il permet de générer une économie d'impôt. Le groupe qui opte pour l'intégration fiscale paye, dans notre exemple, un IS 26% moins important que celui payé par le groupe soumis au régime mère-fille !

Sur les LBO importants, l'économie d'impôt n'est donc pas négligeable ! Le mécanisme est simple : la cible paye son IS à la holding (7 M€). Ce dernier paye l'impôt du groupe (5,53M€). La différence entre les deux montants (1,47 M€) est conservée par le holding de reprise en trésorerie.

L'intégration fiscale présente donc un intérêt particulier pour le rachat d'entreprise financé par de la dette. Mais, lorsque les conditions de ce régime ne sont pas remplies l'administration fiscale offre une alternative aux sociétés en LBO.

1.8.3 La transformation de la cible en SNC est une alternative à l'intégration fiscale.

Si les conditions restrictives de l'intégration fiscale ne sont pas réunies, le droit français permet de transformer la société rachetée en société en nom collectif (SNC) pour bénéficier de sa transparence fiscale. Comme la SNC est une société de personne, le régime fiscal qui s'applique est alors celui des sociétés de personne. Cela signifie que les résultats sont taxés au niveau des associés uniquement.

La SNC présente un premier avantage : nous retrouvons le principe de l'intégration fiscale puisque la société holding peut imputer ses charges financières sur le bénéfice fiscal qui lui revient de la cible achetée. « On met dans le même sac bénéfices et déficits »⁷.

Le second avantage réside dans l'exonération fiscale des dividendes remontant vers le holding puisque il a réalisé le résultat de la cible. Cette alternative est intéressante dans une optique d'optimisation fiscale, mais la SNC reste rarement utilisée car son coût de mise en place semble être très élevé puisque les bénéfices n'ayant pas supporté l'impôt au taux plein sont imposés tout comme les plus-values latentes et les reprises de provisions réglementées.

1.8.4 La fusion de la cible et du holding peut offrir des avantages financiers et fiscaux importants. Elle peut être un complément à l'intégration fiscale et un bon outil d'allocation des *cash flows*.

⁷ Maurice Cozian, *Droit des sociétés*, Paris, 2002, p454.

Lorsque l'opération de LBO a atteint un rythme de développement conforme au *business plan*, il devient intéressant pour les financiers de réaliser une fusion entre la société cible et le holding qui a financé l'acquisition. Cette solution souvent utilisée aux Etats-Unis présente des intérêts majeurs sur le plan financier mais non pas fiscal.

Ce n'est pas sur le plan fiscal que l'opération de fusion est intéressante puisque elle ne fait qu'aboutir au résultat obtenu avec l'intégration fiscale. Les charges financières viennent réduire les produits financiers et minimiser la charge de l'impôt puisqu'il n'y a plus qu'une seule société.

C'est l'aspect financier de l'opération qui est beaucoup plus intéressant puisque le holding qui absorbe la cible permet de donner naissance à une seule société. Cette dernière peut alors utiliser des *free cash flows* générés par la société rachetée pour les affecter au service de la dette et ainsi la rembourser plus rapidement. Dans le régime d'intégration fiscale (hors fusion), seuls les dividendes remontés sont utilisables par le holding.

Le volet opérationnel nous semble tout aussi important puisque cette fusion permet de simplifier les structures existantes. Elle évite une double organisation, une surveillance de la cible et doit permettre de réduire les coûts de fonctionnement de l'opération. Cette simplification organisationnelle n'est pas négligeable puisque la surveillance du cycle d'exploitation et du service de la dette sont des données essentielles de la réussite de l'opération. Mais attention, cette fusion n'est pas exempte de tous risques !

Le droit français ne facilite pas ces fusions puisque la loi de 1966 et son article 217-9 restreignent ces opérations. Les dirigeants peuvent même être condamnés au pénal pour une « fusion rapide* ». L'article stipule que la fusion peut être annulée lorsque le financement du holding est réalisé grâce aux flux générés par les actifs de la cible. La fusion peut être interprétée comme une avance de fonds ou une constitution de sûreté, toutes deux interdites par la loi. Par conséquent, pour ne pas enfreindre la loi, la fusion doit absolument être envisagée après le remboursement des emprunts sous peine d'être annulée. En somme, l'opération n'est validée que si elle est bien postérieure à l'achat des titres de la cible ; à l'inverse elle sera requalifiée de « fusion rapide » et annulée.

Pour ne pas tomber sous le coup de l'abus de biens sociaux, elle doit avoir un véritable fondement économique clair sous peine d'être dénoncée par les actionnaires minoritaires mécontents susceptibles d'invoquer l'abus de majorité. Malgré tout, nous considérons qu'elle profite directement à l'ensemble des investisseurs, minoritaires et majoritaires, et à la société absorbante puisqu'elle a pour objectif d'assurer un service de la dette plus efficace et une

meilleure allocation des *cash flows*. Dès lors, l'abus de biens sociaux est difficile à prouver puisque décider d'une fusion des deux structures décision est avalisé par l'assemblée générale de la société.

Nous développerons une nouvelle fois l'abus de droit en analysant les garanties possibles de l'endettement dans le levier financier ci-dessous.

1.8.5 L'effet de levier financier, source de création de valeur, est l'objectif du LBO.

i. De la différence entre la rentabilité financière et la rentabilité économique

Le levier financier des opérations de LBO est strictement le même levier que celui rencontré dans la théorie financière classique. Il résulte d'un phénomène très simple : la différence entre la rentabilité économique d'un projet et le coût de la dette qui a permis de le financer. Si cette différence est positive, l'effet de levier est positif. A l'inverse, si le coût de la dette est supérieur au rendement intrinsèque du projet, le levier devient effet de massue.

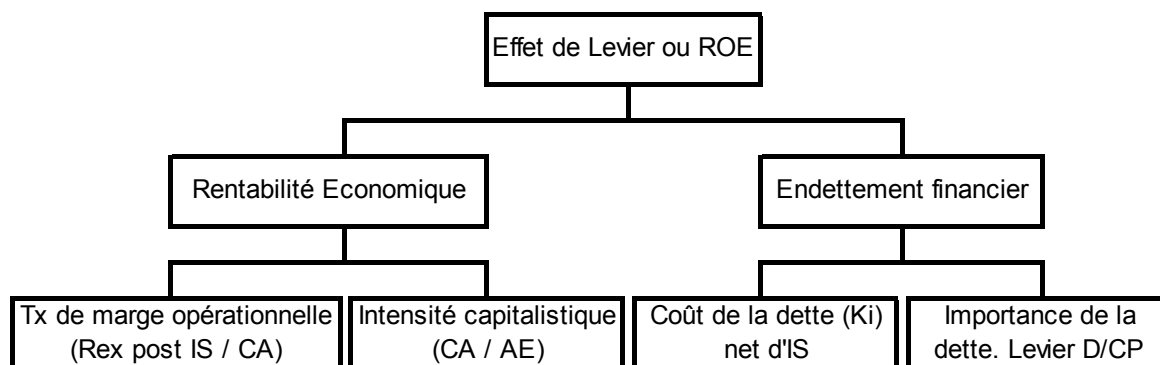
Dès lors qu'un projet est susceptible de rapporter une rémunération supérieure au coût de la dette pratiqué par les banquiers, l'actionnaire est tenté de financer son investissement par des capitaux d'emprunts. Autant de dettes qui ne nécessiteront pas un apport en fonds propres de l'actionnaire. Cet effet de levier permet d'accroître la rentabilité des capitaux propres. Ce mécanisme bien connu des financiers peut être modélisé par l'équation suivante :

$$\text{Effet de levier (ROE)} = \text{ROCE} + L \times (\text{ROCE} - K_i)$$

- ROE : *Return on equity* ou rentabilité des capitaux propres (communément appelée rentabilité financière). Ce ROE est égal aux *returns* potentiellement versables aux actionnaires.
- ROCE : *Return on capital employed* ($R_{\text{ex post IS}} / \text{AE}$) ou taux de rentabilité économique
- AE : Actif économique. Il est égal à la somme des capitaux propres et des dettes nettes, ou des immobilisations d'exploitations nettes et du BFR.
- L : le levier : Dettes / Capitaux propres → D/CP

- K_i : coût de la dette facturé par les banques net d'IS
- $(ROCE - K_i)$: le taux de profitabilité.

Le schéma suivant récapitule les différentes composantes de l'effet de levier :



On observe à partir de cet organigramme simple qu'il est très difficile d'agir sur la rentabilité financière. Seules deux opérations permettent de l'accroître : l'amélioration de l'exploitation et la hausse du niveau d'endettement (qui accroît le levier éventuel).

L'amélioration de l'exploitation n'est possible que par une hausse du chiffre d'affaires (avec conservation du niveau de charges) et/ou une baisse des charges (fixes et/ou variables, pour un niveau d'activité constant). Une meilleure compréhension du marché sur lequel évolue l'entreprise et une amélioration de l'adéquation entre la demande et l'offre proposée permettent, seules, d'améliorer la rentabilité générée par l'actif économique ($R_{\text{ex post IS}} / AE$). L'amélioration de la rentabilité économique est donc indépendante de la structure financière qui finance l'actif.

D'autre part, une hausse de la dette par rapport aux capitaux propres et donc une augmentation du levier permettent d'accroître le ROE, sous réserve d'un taux de profitabilité positif bien sûr. Ce levier est actuellement de 1/3 en moyenne, ce qui signifie que l'actif est financé pour un tiers par des fonds propres et pour deux tiers par de la dette. Financer 2/3 de son actif par de la dette n'est pas neutre financièrement ! Toutes les entreprises ne sont pas à même d'assurer un service de la dette aussi conséquent. Les *cash flows* générés par l'exploitation doivent donc être conséquents et réguliers. Nous comprenons donc pourquoi il est moins risqué de faire un LBO sur une société mûre génératrice de flux nombreux, une « vache à lait » selon la terminologie du Boston Consulting Group, que sur une société au modèle économique mal défini dont les revenus sont aléatoires. En effet, la société LBOisée ne devra pas capter trop de flux pour financer une variation de son BFR, sa croissance, ou

financer dans des actifs trop conséquents. C'est pour cela que les LBO sur les sociétés de biotechnologies sont très rares. Afin d'éviter que le service de la dette n'assèchent l'entreprise dès le début de l'opération, les banquiers ont mis sur pied différents types de profils de remboursement qui peuvent être subordonnés les uns aux autres. Le capital d'une dette subordonnée* n'est remboursé que si la dette senior*, prioritaire, a elle-même été remboursée. Cette subordination est indispensable à la flexibilité du montage. Elle est adaptée, au cas par cas, en fonction du profil de la cible et de sa capacité à remonter des *cash flows*.

Continuons l'exploration de la formule de l'effet de levier. Le taux de profitabilité est la différence entre la rentabilité économique et le coût de la dette, net d'IS, facturé par les banques qui participent au montage. Ce coût dépend du risque inhérent à l'actif. Faut-il rappeler que le coût du capital n'est pas la somme pondérée des ressources permettant de le financer mais plutôt la rémunération du risque de l'actif. Les modalités de montage du passif auront un impact sur le coût des dettes et donc le taux de profitabilité. Nous aborderons ces points dans la 2^{ème} partie de ce mémoire.

Mais rappelons que le levier financier n'est pas la panacée en finance car plus il augmente, plus le risque de faillite lié au service de la dette croît. Il faut donc trouver un point d'équilibre qui permet d'assurer une bonne rentabilité aux actionnaires sans mettre l'entreprise en danger. Il serait inconsideré de rajouter un risque financier à un risque économique inhérent à l'activité de la cible.

ii. L'effet de levier dans le cadre des LBO

Dans le cadre d'un LBO, l'effet de levier est semblable à celui que nous venons de décrire. La rentabilité financière est supérieure à la rentabilité de l'actif si et seulement si l'actif est financée en partie par de la dette et que taux de profitabilité est positif. L'importance de l'analyse de la cible que nous avons évoquée précédemment revêt toute son importance : il faut cerner le rendement de l'investissement très précisément. Les flux dégagés par le cycle d'exploitation vont permettre de rembourser la dette d'acquisition.

L'effet de levier financier est possible grâce à l'utilisation de la dette pour financer des actifs, ceux-là même qui généreront des *free cash flows* importants et suffisants pour rembourser la dette qui les a financé. Les investisseurs majoritaires veilleront scrupuleusement à allouer le maximum de dividendes au holding pour lui faciliter le remboursement de la dette et ainsi

s'enrichir. Cette remontée de flux à destination du service de la dette du holding va donc assécher la cible. Elle peut-être source de difficultés.

iii. Les garanties de l'endettement du holding dans le cadre d'un LBO

La loi française de 1966 que nous avons évoquée dans le cadre des fusions rapides stipule aussi qu'il est interdit de rembourser la dette d'acquisition par l'appréhension directe des actifs de la cible et la constitution de garantie reposant sur ces mêmes actifs. Ce point de droit est tout à fait fondamental. Par conséquent, seuls des dividendes, remontés de la cible vers le holding, peuvent rembourser la dette d'acquisition. Une société par actions qui avance des fonds, accorde des prêts ou consent une sûreté en vue de la souscription ou de l'achat de ses propres actions par un tiers tombe sous le coup de la loi de 1966.

Un investisseur minoritaire mécontent peut alors attaquer les majoritaires pour abus de majorité. Ce point important laisse entrevoir que les objectifs des investisseurs majoritaires et minoritaires ne sont pas toujours semblables. Nous reviendrons sur ce point dans la 2^{ème} partie de ce travail.

II - LE RESPECT DES EXIGENCES DES DIFFERENTS ACTEURS CONDITIONNE LA REUSSITE DU MONTAGE.

Après avoir analysé les différentes opérations de *buy-out*, le marché du LBO et les effets de levier indispensables à la réussite de l'opération nous analyserons dans cette partie les différents intervenants qui prennent part à ces opérations. Ils sont de trois types : les investisseurs en fonds propres (les financiers majoritaires et les repreneurs minoritaires), les prêteurs et les mezzaneurs qui jouent un rôle intermédiaire entre les deux premiers. Tous ont des objectifs de rentabilité précis. Ils souhaitent couvrir de leurs risques propres les fonds qu'ils investissent et générer un rendement suffisamment rémunérateur. Cette partie aura deux objectifs : comprendre les logiques financières des acteurs ainsi que les outils financiers, juridiques ou managériaux utilisés pour réussir l'opération. Nous distinguerons les intervenants en fonction des risques auxquels ils sont exposés. Enfin, nous étudierons les relations entre ces intervenants au travers d'un exemple qui synthétisera cette seconde partie.

A- LES FINANCIERS PRENNENT LES RISQUES LES PLUS IMPORTANTS.

Nous avons déjà indiqué que les financiers investissaient dans les fonds propres de holdings destinés à racheter des entreprises avec effet de levier. Les risques pris par ces investisseurs sont plus importants que ceux pris par les banquiers prêteurs. Comme tout actionnaire, ils peuvent perdre la totalité du capital placé dans l'opération en cas de faillite de la cible. De ce fait, ils attendent une rentabilité corrélée aux risques pris. Avant de revenir précisément sur ces différents aspects, regardons d'abord comment ces fonds lèvent les sommes nécessaires à ces opérations et qui représentent souvent plusieurs milliards d'euros.

1- Les investisseurs institutionnels fournissent l'épargne aux fonds.

2.1.1 Les institutionnels sont de grands collecteurs d'épargne qui souhaitent placer leurs actifs...

Les fonds n'investissent pas que leurs propres capitaux dans les fonds propres les holdings de reprise mais aussi ceux qu'ils ont levé auprès d'« investisseurs institutionnels ». Ces

« institutionnels » sont principalement des compagnies d'assurance, des caisses de retraite et des banques qui drainent une épargne très importante qu'ils souhaitent investir. Ils souhaitent placer leurs actifs et mutualiser leurs risques, aussi, investissent-ils souvent dans le secteur de l'immobilier ou encore dans les fonds de *private equity* et de LBO. Ce sont ces derniers qui nous intéressent ici.

Nous avons vu que les TRI générés par les LBO étaient de 21% en moyenne. Les actifs qui génèrent de tels rendements sont rares et risqués. Il est facile de comprendre pourquoi les institutionnels financent des fonds d'investissement auxquels ils transfèrent une partie de leurs liquidités. Il se crée alors entre les institutionnels et les sociétés de gestion une relation de commanditaires à commandités : les premiers commanditent les seconds pour investir en leurs noms et leur verser un rendement pré-défini.

En *France*, AXA Private Equity ou AGF Private Equity, par exemple, lèvent des fonds auprès de leurs compagnies d'assurance éponymes. Aux *Etats-Unis*, l'un des fonds de pension les plus puissants est CalPERS (*California Public Employees' Retirement System*). Il va prochainement investir 500 M\$ dans le fonds de capital-risque CEV (*California Emerging Ventures*) et ainsi porter sa participation à 2 Md\$ dans des fonds de *venture*. Aujourd'hui, CalPERS est présent dans plus de 74 fonds d'investissement.

Les investisseurs institutionnels sont exigeants et ne fournissent pas l'épargne qu'ils collectent à n'importe quel fonds ! Sollicités en permanence, ils relèvent le niveau de leurs exigences. Nous analyserons ces relations entre pourvoyeurs de capitaux et sociétés de gestion après avoir présenté les fonds d'investissement.

2.1.2 ... en finançant des fonds d'investissement

Les fonds d'investissement, via les spécialistes que sont les intervenants financiers, apportent les capitaux propres au holding pour financer le rachat de la cible. Ils sont commandités par les investisseurs institutionnels.

i. Forme juridique des fonds de LBO

En *France*, ces fonds se présentent sous la forme juridique de Fonds Commun de Placements à Risques (FCPR – Cf Annexe juridique). Ces FCPR sont des co-propriétés de valeurs mobilières régies par la loi du 23 décembre 1998 relative aux Organismes de Placement Collectif de Valeurs Mobilières (OPCVM). Leurs actifs doivent être composés d’au moins 40% de valeurs mobilières non cotées, dans l’hexagone ou à l’étranger, ou de parts de SARL. Ils peuvent aussi inclure des avances en comptes courants, et peuvent être constitués de parts, ce qui permet d’intéresser les gérants à la rentabilité des portefeuilles sous gestion par le biais du *carried interest**. Nous verrons ce point plus avant dans cette partie. Les fonds sont gérés par des sociétés de gestion qui sont en général des sociétés anonymes (SA). Ces sociétés de gestion administrent plusieurs portefeuilles en même temps. Parler de Carlyle, par exemple, en tant que « fonds d’investissement » est un abus de langage, en réalité c’est une société de gestion qui crée des fonds et gère plusieurs portefeuilles simultanément. Ainsi, le fonds PAI Management vient de lever 1 816 M€ pour créer un portefeuille d’actifs dénommé PAI Europe III auprès de BNP Paribas et d’autres institutionnels. En confiant ses disponibilités à des fonds de placement, l’investisseur institutionnel voit ses capitaux soumis aux risques spécifiques⁸ des entreprises dans lesquelles le fonds injectera cette épargne.

ii. Un fonds a une durée de vie limitée

Ces fonds ont une durée de vie limitée, 8 ans en général, qui doit leur permettre :

- d’investir en fonds propres,
- de gérer leurs participations,
- d’organiser leur sortie afin de concrétiser leur TRI (Cf les différents modes de sortie possibles dans la dernière partie de ce mémoire), pour enfin,
- apporter la rémunération « promise » aux apporteurs de capitaux.

Ce point est fondamental ! Comme la durée d’un fonds est limitée, les gérants doivent investir et concrétiser les plus-values espérées rapidement. Nous verrons que les modalités de sorties sont une condition importante de la réussite du montage.

2.1.3 Les relations entre les institutionnels et les fonds tournent à l’avantage des fournisseurs de capitaux.

⁸ Le risque global d’un actif se décompose en un risque spécifique (ou diversifiable), propre à la nature de l’actif, et en un risque systémique (ou de marché) qui concerne l’ensemble des actifs. Il est possible, par des techniques de diversification, d’éliminer le risque spécifique. Le risque de marché est, lui, incontournable. Les travaux de Harry Markovitz portent sur ces techniques de gestion des risques.

Actuellement en Europe, 160 fonds d'investissement cherchent à lever 48 Md€ pour les placer dans le non côté. L'année dernière, seuls 27,6 Md€ avaient été levés. Cette progression importante (+74%) montre l'intérêt que suscite le *private equity*, plus particulièrement le LBO, qui s'y taille la part du lion, et les TRI générés. Mais tous n'arriveront pas à se procurer les sommes souhaitées. Les sociétés de gestion sont soumises à une concurrence forte pour séduire leurs pourvoyeurs de capitaux qui deviennent de plus en plus exigeants à leur égard. Les relations entre les deux populations sont de plus en plus tendues.

En *France*, ce sont les portefeuilles investis sur le segment du *middle market* qui dynamise la compétition et se disputent l'accès aux capitaux confiés par les institutionnels et les fonds de fonds. Leur marché est porteur.

Deux facteurs indépendants des résultats des fonds concourent à une tension sur le marché de ces levées de capitaux. Il apparaît chez les bailleurs de fonds des craintes à l'égard des rigidités structurelles françaises. La loi relative aux « 35 Heures » de travail hebdomadaire et les grèves « nombreuses » les rendent suspicieux sur la capacité de nos entreprises à générer les *return* escomptés.

L'adoption des accords Bâle II complexifie les données du marché. D'aucuns prédisent que les marchés du *Private Equity*, et par répercussions du LBO, devraient se contracter. Les dispositions de la réforme imposent aux établissements financiers, grands pourvoyeurs de fonds du PE, de mieux couvrir les risques pris en y allouant les montants de fonds propres correspondants. Jusqu'à maintenant, avec l'utilisation du ratio Cooke, ils devaient provisionner une proportion de 8% des montants engagés. Maintenant, cette part est calculée en fonction des risques de non recouvrement encourus. Les spécialistes estiment que les fonds propres devraient augmenter de 300 à 400% et représenter entre 24 et 32% des montants confiés ! Cette somme, gigantesque, devrait pousser les banques à moins investir dans ces fonds de PE. L'investissement devient trop consommateur de fonds propres. L'accès aux capitaux devrait donc se contracter.

2.1.4 Les institutionnels cherchent à mutualiser leurs risques en créant des fonds de fonds.

Pour mutualiser les risques pris, les sociétés de gestion élaborent des fonds de fonds⁹ ou en achètent des parts. Cela permet de diminuer les risques par diversification grâce à des investissements qui se complètent, issus de zones géographiques différentes et de secteurs multiples. L'exposition à la seule performance d'un fonds particulier est gommée. Le risque spécifique est éliminé.

Les pourvoyeurs de fonds s'exposent alors à un risque de marché. Les arbitrages entre la rentabilité exigée et les risques encourus sont empruntés au travail des gérants de portefeuille qui appliquent les enseignements de Harry Markovitz.

i. La multigestion prend deux formes, l'approche « gérants de gérants » et « fonds de fonds ».

En général, les investisseurs privilégient une approche « gérants de gérants ». Cela signifie que l'actif du fonds est sectionnée en zone géographique, par classes d'actifs, et est confiée sous forme de mandats de gestion à différents gérants reconnus pour leurs talents dans le LBO. Cette gestion est fondée sur un *intuitu personnae* réel et une confiance forte dans le gérant.

Les gérants de fonds de fonds qui ne disposent pas d'une capacité d'analyse aussi fine, basées sur la qualité intrinsèque des gestionnaires, privilégient l'approche classique basée sur une mutualisation des risques pris. Cette approche « fonds de fonds » ressemble fort à une sicav puisqu'elle consiste à acheter des parts de différents fonds dans le monde qui investissent dans des secteurs différents. Cette mutualisation permet de couvrir les échecs éventuels par la réussite d'autres opérations.

L'intérêt du premier mode de sélection (« gérants de gérants ») réside dans la transparence sur les opérations réalisées par chacun des gérants retenus. Dès lors, un contrôle pointu peut être exercé dans le cadre d'un contrat précis. Le fonds « x » est contraint de faire du LBO en France alors que le fonds « y » doit lui n'opérer qu'en Allemagne par exemple. Ce contrôle permet une allocation plus fine des actifs et des risques.

Ce contrôle n'est pas possible dans le cadre d'un fonds de fonds puisque ce mode de gestion n'est pas basé sur un mandat clair : le fonds qui se situe au bout de cet effet domino investi comme il le souhaite et répercute son TRI vers le fonds de fonds. Malgré tout, les gestions

⁹ L'activité de ces fonds particuliers consiste à investir l'épargne de leurs souscripteurs dans d'autres parts de fonds

« gérants de gérants » et « fonds de fonds » tendent vers un même objectif : générer de la rentabilité tout en maîtrisant les risques de manière accrue.

2.1.5 Quelle rémunération exigent les fonds d'investissement ?

Depuis plusieurs années nous observons une multiplication des précautions prises par les grands institutionnels pour assurer leurs *returns*. Ils sont très attentifs aux compétences des équipes de gestion qu'ils financent. En témoigne l'utilisation de plus en plus fréquente de la fameuse clause de « *non-fault* ». Elle permet aux investisseurs mécontents de licencier une équipe de gestion d'un véhicule d'investissement, sans pour autant qu'il y ait faute de sa part. Cette clause se rapproche du licenciement *ad nutum*, bien connu des cadres supérieurs français.

Les commanditaires (les institutionnels) attendent un retour élevé, proche de 30%, des commandités (les sociétés de gestion). Ils jugent les gérants sur leur capacité de recouvrer les sommes investies dans le haut de bilan des entreprises et à leur livrer un TRI conséquent.

Les gérants des FCPR se payent sur une enveloppe proportionnelle aux fonds levés, 1,5 à 2,5% en général. Les « frais de gestion » ne sont pas leur seul mode de rémunération. Les gérants escomptent bien bénéficier d'un investissement réussi, et profiter d'un *carried interest** rémunérateur. Il leur permet de lier une partie de leur rémunération aux rendements des investissements réalisés. Très souvent ce *carried* ne peut être perçu par l'équipe de gestion que lorsque l'institutionnel a recouvré son capital initial ainsi qu'un retour sur investissement minimal. Ce taux couperet, à partir duquel les gérants peuvent bénéficier du *carried*, est dénommé *hurdle rate**.

Dans une opération de LBO, les apporteurs de fonds propres ne financent un véhicule d'investissement que s'ils sont en mesure de lever des capitaux d'emprunts qui représentent jusqu'à 75% du passif du *NewCo*. Nous avons déjà évoqués leurs apports en fonds propres. Rappelons qu'ils peuvent aussi souscrire à des obligations convertibles (OC). Ces obligations assimilées aux fonds propres voient leur remboursement subordonné à celui de la mezzanine que nous décrirons plus loin. Ces OC permettent de donner de la flexibilité au montage. Elles seront converties ou remboursées en fonction de la performance du montage.

2- La qualité de la cible va déterminer la réussite du montage. L'audit de la cible est assuré par des *due diligences de plus en plus complexes.**

Les investisseurs potentiels souhaitent se forger un jugement clair sur le patrimoine, l'activité, la situation financière, les résultats et les perspectives de la société cible, en somme, sur son modèle économique. L'investisseur doit être précautionneux sur les choix qu'il fait. Nous verrons qu'ils ont un impact sur le TRI. Depuis deux ans et les déconvenues boursières de 2000-2001, n'entend t-on pas régulièrement les gérants de fonds expliquer à satiété qu'ils n'ont jamais eu autant de *cash* à investir et aussi peu de dossiers de qualité dans lesquels placer leurs liquidités ?

Les analyses préalables à la concrétisation du *deal* se complexifient et deviennent très chères. Elles représentent, en moyenne, 3 à 5% du montant de l'opération. Mais, quels types d'études sont nécessairement demandés par les fonds de LBO auprès de leurs conseils extérieurs ?

2.2.1 L'analyse juridique de la cible : préliminaire indispensable.

Les fonds utilisent les services des grandes banques d'affaires qui peuvent leur apporter des « dossiers », des cibles. Les sociétés ciblées sont analysées par des avocats qui s'assurent de la légalité des statuts ou encore du bien fondé des brevets déposés. Que serait une société de biotechnologie, par exemple, sans des brevets correctement enregistrés qui représentent une part importante de ses actifs ? Que serait une société très en vue sur le marché sans une marque identifiée, elle aussi correctement déposée ? Les frais d'avocats sont donc conséquents. L'analyse des statuts, des marques, ou tout simplement des contrats en cours est primordiale. Ces coûts représentent de l'ordre de 1 à 1,5% des fonds injectés dans une opération !

2.2.2 L'analyse sociale de la cible.

Une *due diligence* sociale est aussi très importante puisque l'acheteur souhaite absolument connaître la teneur des contrats de travail en cours, afin de ne pas risquer de voir une équipe de management de qualité être « sur le départ », de sérier les contentieux éventuels. En définitive, les spécialistes en droit social sont chargés de prendre le pouls de la société

concernée. Une analyse « sociale » peut coûter jusqu'à 100 000 €. Il va de soi que ce montant est calculé en fonction de l'importance de la cible.

2.2.3 L'analyse stratégique de la cible valide le potentiel de création de valeur.

Analyse stratégique, des investissements prévus et même de l'informatique, par exemples, sont aussi primordiales. Elles doivent être effectuées pour saisir pleinement les choix organisationnels qui ont été faits et comprendre leurs potentiels de création de valeur. Aussi importants que la bonne compréhension du marché et du modèle économique de la cible, ces audits sont indispensables à la compréhension de la formation du cycle d'exploitation et des *cash flows* prévisionnels qui pourront être générés par le bas de bilan de la cible.

2.2.4 L'analyse comptable contrôle la gestion des risques

L'analyse comptable de la cible, si elle est étudiée par les gérants de fonds, peut nécessiter l'appui de fiscalistes spécialisés et être complétée par une analyse environnementale. Les fonds anglo-saxons deviennent très exigeants sur ce dernier point. Il est indispensable de vérifier que les provisions pour risques et/ou pour charges ont bien été comptabilisées afin de solutionner une difficulté envisagée ou déjà déterminée¹⁰. L'analyse des provisions pour retraite par exemple relève des mêmes exigences. Ces analyses entrent dans le périmètre des audits comptables qui souvent s'imprègnent des nouvelles réglementations IAS et IFRS¹¹. Ces derniers sont complétés par des audits fiscaux. Ne serait-il pas désagréable pour l'acheteur de découvrir post-acquisition de la cible un arriéré d'impôts conséquent ? Nous verrons que les garanties d'actif/passif (GAP) permettent d'éviter ce type de difficultés. Toutes ces précautions permettent aux fonds de se prémunir contre les mauvaises surprises. C'est pour cela qu'ils n'oublient pas d'analyser les façons avec lesquelles les entreprises auditées se sont elles-mêmes couvertes. Les polices d'assurances sont étudiées avec minutie !

¹⁰ Rappel comptable - Les provisions pour risques sont rattachées à des risques identifiés dont les échéances et les montants restent aléatoires, ou à des risques permanents ou récurrents. Elles sont considérées comme des fonds propres. En revanche, les provisions pour charges servent à couvrir des coûts identifiés, des risques réalisés, pour lesquels les décaissements sont certains mais dont les échéances sont incertaines. Ces provisions non récurrentes sont considérées comme des dettes à moyens longs termes.

¹¹ IAS signifie International Accounting Standard, et IFRS signifie International Financial Reporting Standard.

La diversité des domaines étudiés est très vaste. Ces études préalables sont très prenantes. Une *due diligence* nécessite, au *minimum minimorum*, un mois complet de travail. Une équipe de trois à quatre personnes peut s'y atteler à temps plein. La complexité de l'organisation de la cible peut nécessiter un travail beaucoup plus fouillé et minutieux. Les *fees** (frais) nécessaires à ce travail peuvent représenter un coût égal à 5% du montage. Les avocats voient même leurs rémunérations indexées sur la réussite des montages. Ils perçoivent des primes en cas de réussites et des décotes en cas d'échecs. Autant de petits mécanismes d'intéressement qui professionnalisent l'activité du LBO et permettent de s'assurer de sa réussite.

3- Ces analyses peuvent être faites dans des *data rooms.**

Enfin, il faut signaler que 95% des opérations de LBO se font par le biais d'*open bid**. Cette pratique de vente d'entreprises est une vente aux enchères. Les vendeurs mettent en concurrence plusieurs acquéreurs intéressés auxquels ils fournissent un même niveau d'information, en général dans le cadre de *data room**. Ce sont littéralement des « salles d'informations » où sont regroupés les documents économiques, comptables, juridiques, financiers, sociaux... relatifs à l'entreprise cible lors d'une vente aux enchères (*open bid*). Les acheteurs potentiels y trouvent les informations nécessaires et indispensables à une acquisition d'entreprise avant la concrétisation éventuelle d'un investissement. Elles assurent un même niveau d'information à tous les acquéreurs potentiels et permettent aux vendeurs de limiter la diffusion d'informations sur leurs entreprises.

Cette procédure d'*open bid* permet aux vendeurs de valoriser au mieux leurs entreprises. Elle les place dans une position de force puisqu'ils mettent en concurrence directe différents fonds intéressés. Par conséquent les acheteurs peuvent voir les enchères monter ! Ce type de transaction, qui augmente les prix, accroît aussi le coût des *due diligences*. Tous les participants ont les mêmes informations, aussi faut-il être en mesure de les lire le plus finement possible. Si l'opération n'est pas conduite à son terme, si les fonds décident de ne pas investir dans la société auditée, alors l'ensemble des commissions versées sera perdu ! Autant d'argent décaissé qui ne générera aucun retour sur investissement.

Le tableau suivant récapitule les principaux frais de montage demandés par les conseils extérieurs aux fonds :

Nature des frais	Fourchette des frais ou ordre de grandeur	% de l'apport (100 à 150M€)	% de la valeur de l'entreprise (300 à 400 M€)
Banques conseils ou autres apporteurs d'affaires	2 à 3 M€	2 à 3%	0,07 à 0,08%
Due diligences financières	1 à 1,5 M€	1 à 1,5%	0,3 à 0,4%
Frais d'avocats	1 à 1,5 M€	1 à 1,5%	0,3 à 0,5%
Due diligences fiscales			
Montage fiscal de l'opération	500 000 €	0,3 à 0,5%	0,1 à 0,2%
Due diligences stratégiques	150 000 à 400 000 €	0,15 à 0,3%	0,05 à 0,1%
Due diligences sociales	100 000 €	0,07 à 0,1%	0,03%
Due diligences informatiques	50 000 €	0,05 à 0,1%	0,02 à 0,125%
Due diligences environnementales	50 000 €	0,03 à 0,05%	0,01 à 0,02%
Audit des assurances	25 000 à 35 000 €	0,02 à 0,03%	0,08%
Audit du système de retraite	30 000 €	0,02 à 0,03%	0,01%
Consultants techniques (sites industriels...)	20 000 €	0,01 à 0,02%	0,01%
Total frais de montage	4,9 à 7,1	4,9 à 4,8%	1,6 à 1,7%

Source : Agefi

Nous venons d'évoquer les *due diligences* faites par les acheteurs potentiels. Les vendeurs en font également. Ces *Vendor Due Diligences* (VDD) leurs permettent ainsi de justifier les prix qu'ils demandent.

Si les *due diligences* évoquées sont de plus en plus complexes et précises, les garanties demandées par chacune des parties prenantes sont, elles aussi, plus nombreuses. Cette double exigence ne semble t-elle pas contradictoire ? Elle est certainement le fait d'une professionnalisation accrue des acteurs du capital investissement qui redoutent des déconvenues cinglantes. Mais quelles sont ces garanties ? En quoi consistent-elles ?

2.3.1 L'utilisation des garanties offre une sécurité supplémentaire aux investisseurs

i. Les garanties d'actif/passif permettent de sécuriser le montage

La garantie d'actif/passif* (GAP), est un document juridique qui a pour objet de conférer aux acquéreurs des garanties sur ce qu'ils achètent et une indemnisation financière en cas de préjudices. Cette GAP est aussi importante que le prix d'achat lui-même. Un bon « *deal* » c'est un bon prix d'achat et une bonne garantie (*id est.* large couverture, facilement actionnable et avec l'assurance d'être indemnisé). Cette GAP doit être rattachée au contrat

d'acquisition pour obtenir des dommages et intérêts éventuels, la résolution¹² judiciaire ou par voie d'arbitrage¹³. Cette GAP est composée de trois parties principales : les déclarations faites par les vendeurs, les caractéristiques des garanties données aux acquéreurs et enfin, les procédures de mise en jeu des garanties. En somme, les vendeurs font des déclarations en tout genre sur l'état de l'entreprise qu'ils vendent, si leurs dires s'avèrent inexacts, la GAP permet aux acquéreurs de demander réparations et d'être indemnisés dans les conditions décrites dans la partie « Garanties » du contrat.

Dans la garantie d'actif/passif, les vendeurs font des déclarations stipulants que les sociétés vendues sont dûment constituées, immatriculées, qu'elles disposent de toutes les autorisations nécessaires pour exercer leurs activités ; qu'elles sont propriétaires des actifs qui figurent à leurs bilans et que ceux-ci ne sont pas gagés ; que l'ensemble des litiges est correctement provisionné ; que les stocks et créances clients sont correctement valorisés et provisionnés ; que les sociétés ont respecté les législations sociales, fiscales, environnementales...

Ces déclarations sont basées sur les derniers comptes audités et certifiés des sociétés cibles. Les vendeurs, pour la période allant de la date d'arrêté des comptes à la date d'acquisition, six mois plus tard par exemple, font des déclarations complémentaires.

Il est évident que les vendeurs ne souhaitent pas voir les acheteurs, qui se sont protégés par la GAP, se retourner contre eux trop aisément. Ils vont s'efforcer de réduire la portée de ces déclarations en incluant des annexes au document.

ii. Les annexes attachées aux GAP sont une assurance supplémentaire pour les acheteurs et les vendeurs.

L'idée force est simple : tout ce qui figure en annexe est supposé connu des acheteurs qui ne pourront se retourner vers les vendeurs au sujet des points traités. Les vendeurs demandent même que les résultats des audits effectués par les acquéreurs soient exonératoires et inclus dans les annexes de la GAP. L'obtention de ce dernier point est parfois difficile, et résulte de négociations ardues.

¹² Ici, résolution est employée au sens commun du terme, par opposition à son sens juridique.

¹³ Clause compromissoire

Ce souhait de transparence pose de véritables difficultés aux acheteurs. Que doivent-ils préférer faire : un maximum d'audits préalables afin de cerner avec exactitude le profil de l'entreprise dans laquelle ils souhaitent investir ou plutôt en connaître le moins possible pour avoir une garantie activable plus large ? Mais attention, cette garantie n'a qu'une durée de vie limitée. Des critères de durée sont définis : délais légaux de prescription pour les litiges fiscaux, douaniers, sociaux, etc. et de un à trois ans pour les autres aspects (commerciaux, ...)

Le déclenchement de cette garantie peut être soumis à seuils ou franchises. Elle ne peut être activable, par exemple, que dans les situations où un montant minimum de préjudice a été atteint. Par conséquent, les petits litiges ne sont pas indemnisés. Après d'âpres négociations, le plafond de cette garantie représente généralement, de l'ordre de 15 à 40% de la valeur d'acquisition mais peut être basé sur la valeur totale de la transaction.

a. Le processus d'indemnisation en cas d'activation de la garantie.

La procédure d'indemnisation est soumise au respect de règles précises. Obligation est faite aux acheteurs d'informer les vendeurs dans un certain délai après la découverte du préjudice. Les acquéreurs utilisent alors des moyens de communication à dates certaines comme les courriers recommandés avec accusés de réception, ou plus simplement les courriers rédigés par huissiers de justice. Les vendeurs bénéficient d'un droit de contestation, soumis lui aussi à des contraintes strictes. Les délais de contestation doivent être respectés tout comme la forme des contestations. Pour s'assurer du bien fondé des réclamations des acquéreurs, les vendeurs peuvent procéder à des audits, recourir aux avis d'experts ou encore demander un règlement des litiges devant les tribunaux, ou des arbitres désignés¹⁴.

Si les acheteurs sont dans leurs droits, il n'en reste pas moins complexe de faire appliquer la garantie, en somme de faire payer les vendeurs. Que faire avec un vendeur, personne physique, qui a décidé de prendre une retraite douce aux Caraïbes ?

b. Le développement de garanties à la garantie rassure les acheteurs.

¹⁴ Cf. la clause compromissoire évoquée précédemment.

Pour se prémunir contre ce type de difficultés, les acheteurs exigent la souscription d'une *garantie à la garantie* qui permet une mise sous séquestre des biens des vendeurs (saisie à première demande avec mise en dépôt à la Caisse des Dépôts et des Consignations (la CDC)) en cas de litiges, d'obtenir une garantie ou une caution bancaire, ou même une caution personnelle des vendeurs. En somme elle est une assurance de la garantie !

Ce document juridique représente des engagements d'indemnités en cas de « tromperie sur la marchandise ». Mais si les acheteurs se protègent, ils ont, eux aussi, des engagements à tenir à l'égard des institutionnels* qui leur ont confiés des fonds, ainsi qu'à l'égard des banquiers qui participent à l'opération. Ces engagements, d'un ordre différents, consistent principalement à assurer les taux de rentabilité promis et à sécuriser le plus possible les montages dans lesquels ils investissent.

Nous avons vu dans le début de cette deuxième partie que le profil des risques pris par chaque intervenants étaient différents et qu'ils avaient la possibilité de couvrir tout ou partie d'entres eux. Les uns diversifient leurs portefeuilles d'investissement par l'entremise de fonds de fonds par exemple, les autres intègrent dans les rapports d'audits des compléments d'informations exonératoires de dédommagements en cas de litiges.

Complétons notre revue des exigences que les investisseurs financiers doivent respecter pour réussir un montage LBO. Analysons maintenant l'importance du prix de la cible.

4- L'importance des flux générés par la cible détermine le prix d'entrée des investisseurs et la formation du taux de rentabilité interne.

Lors de la mise en place d'un montage, l'évaluation de la cible est une opération déterminante ! Le prix à payer, et par conséquent le montant des fonds propres nécessaires au financement de l'opération sont des points de première importance. Le montant des fonds propres que le financier injecte correspond à l'investissement I_0 ¹⁵. Rappelons qu'un fonds finance environ 30% des titres achetés avec des fonds propres.

¹⁵ Nous renvoyons le lecteur aux explications de la première partie du mémoire, relatives à la formation du TRI.

Déterminer I_0 est indispensable ! Pour cela il faut évaluer l'entreprise pour être en mesure d'en estimer le prix. La valeur d'une entreprise peut se calculer grâce à des techniques d'évaluation différentes et complémentaires, mais son prix réel est avant tout le résultat d'une négociation, en fonction des offres et de l'importance des GAP, entre acheteurs et vendeurs dans un environnement efficient et compétitif. L'application de ces différentes méthodes d'évaluation n'aboutit pas à une seule valeur d'entreprise mais plutôt à une fourchette de valeurs. Ces valeurs sont de plus en plus basées sur l'actualisation ou la capitalisation des flux futurs générés par l'exploitation, sur les comparables boursiers ou transactionnels, ou encore sur une simple méthode patrimoniale (pour la détermination de la valeur résiduelle de l'entreprise).

C'est à l'intérieur de cet intervalle que le prix est déterminé entre acheteurs et vendeurs. Ces méthodes supposent évidemment une connaissance parfaite de l'environnement de la société évaluée, de son marché et de son potentiel humain notamment. En effet, que serait une société de biotechnologie sans ses chercheurs et son service de Recherche et Développement ? Le rôle des *due diligences* stratégiques, décrit antérieurement, révèle ici, toute son importance.

La valorisation de l'entreprise est une étape incontournable, aussi, les fonds de LBO doivent maîtriser ces techniques. Mais quelles méthodes utilisent-ils ?

Les méthodes d'actualisation basées sur l'évaluation des flux futurs, complétée par celles des comparables, sont les techniques les plus fréquemment utilisées par les fonds de *private equity*. Nous nous attacherons à décrire brièvement leur fonctionnement et les illustrerons d'exemples simples. Nous aborderons alors l'épineuse question du taux d'actualisation à retenir dans les méthodes d'actualisation des flux futurs, qu'ils soient générés par l'actif économique (méthode des *Discounted cash flow* ou *DCF*) ou qu'ils reviennent aux actionnaires (méthode de Gordon et Shapiro qui utilise les dividendes).

2.4.1 Les méthodes de valorisation des actifs.

L'approche dite actuarielle est basée sur un principe simple : déterminer aujourd'hui la valeur des flux futurs générés par l'entreprise. Elle est l'inverse de la capitalisation.

Principes de l'actualisation et de la capitalisation.

L'actualisation est surtout utilisée dans la méthode <i>Discounted Cash Flow</i> .	La capitalisation sert à déterminer la "valeur résiduelle" utilisée dans la méthode des <i>Discounted Cash Flow</i> .
A partir de flux futurs (V_n) on peut retrouver leur valeur actuelle (V_0) $V_0 = V_n * (1 + i)^{-n}$ ou $V_0 = V_n / (1 + i)^n$ Avec i = taux d'actualisation	On détermine la valeur future V_n à partir des flux actuels V_0 $V_n = V_0 * (1 + i)^n$ Avec i = taux de capitalisation

L'investisseur n'achète pas les flux passés mais les flux futurs uniquement, c'est à dire ceux dont il peut réellement bénéficier ! Ces flux seront actualisés au coût du capital¹⁶ pour la méthode DCF ou au coût des fonds propres¹⁷ pour l'actualisation des dividendes. Ces taux tiennent compte des risques inhérents à l'exploitation et aux espérances de revenus des apporteurs de fonds.

i. L'approche actuarielle est la plus utilisée par les banques d'affaires

La méthode des *discounted cash flows* (DCF) est la « grande » technique retenue par les évaluateurs. Quels en sont ses principes ?

La valeur actuelle, ou présente, de l'actif économique* (AE) est égale à la somme des flux d'exploitation futurs actualisés générés par cet actif. L'appréhension des flux futurs est tout à fait déterminante. Elle est faite à partir d'un *business plan*, ou compte de résultat prévisionnel. Il est bâti sur une période prévisionnelle de trois à sept ans, qui peut aller jusqu'à dix ans, en fonction de la clarté de l'horizon de gestion qu'une société peut avoir de son secteur. Ainsi, pour obtenir la valeur intrinsèque de l'entreprise, il faut faire la somme de ces flux actualisés et de sa valeur résiduelle (VR).

Un exemple va permettre d'illustrer ce propos.

¹⁶ Le coût moyen pondéré du capital (CMPC ou WACC, en anglais, pour *Weighted Average Cost of Capital*), communément appelé « coût du capital », se détermine *ex ante* à partir du niveau de risque de l'actif économique. L'application de la formule du MEDAF (Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers) permet ensuite d'obtenir le taux de rémunération minimal exigible pour cette classe d'actif. La décomposition de ce taux en coût des fonds propres et coût des dettes, selon la formule $K_{AE} = [FP / (D + FP)] * K_{FP} + [D / (D + FP)] * K_D$ permet alors, en fonction de la part de fond propres apportés et de dettes obtenues de calculer les rémunérations exigibles par chacun des fournisseurs de capitaux.

¹⁷ L'actualisation des dividendes est effectuée avec K_{FP} , le coût des fonds propres exigibles. Dans les opérations de LBO, K_{FP} est égal au TRI attendu par les investisseurs financiers.

Nous faisons figurer dans le tableau suivant la somme des *free cash flows* (FCF) actualisés et, pour comparaison, les flux non actualisés. Nous observons que l'érosion monétaire au cours du temps est forte. Actualisés au coût du capital (10% par hypothèse dans notre exemple) nos FCF sont inférieurs de 44,6% environ aux FCF non actualisés (1154 par rapport à 1748). La détermination du taux d'actualisation est donc très importante puisqu'elle fait varier la valeur des actifs de façon très significative.

Année	0	1	2	3	4	5	6	7
Free cash flows	168	169	182	201	228	266	317	385
FCF actualisés au coût du capital	168	154	150	151	156	165	179	198
Valeur résiduelle (VR)								2 359
Somme des flux non actualisés	1 748							
Somme des flux actualisés	1 154							
Somme flux non actualisés + VR =>	4 107							
Valeur d'entreprise								
Somme des flux + VR actualisée =>	3 513							
Valeur d'entreprise	(= 2 359 + 1 154)							

Enfin, remarquons que la valeur résiduelle représente une part très importante de l'*Entreprise Value*. Aussi, faut-il la déterminer avec un soin particulier.

ii. Comment déterminer la valeur résiduelle dans la méthode des DCF ? L'utilisation du modèle de croissance perpétuelle.

Plusieurs méthodes prévalent. Dans un souci de simplicité, il est préférable de considérer que le dernier *cash flow* est divisé par la différence entre le taux de rendement requis et le taux de croissance à l'infini (g) des dividendes prévisionnels distribués par notre société. Cette technique a été modélisée par Gordon et Shapiro.

Pour mémoire, rappelons la formule de Gordon & Shapiro : $C_n = \text{Div.}_{n+1} / (K_{FP} - g)$

Avec :

- C_n = cours de l'action à la période n ,
- Div._{n+1} = dividendes estimés de la période $n+1$ et $\text{Div.}_{n+1} = \text{Div.}_n \times (1 + g)$
- K_{FP} = coût des FP
- g = taux de croissance estimé des dividendes.

Dans notre exemple, « g » est égal à 1,5%. La VR est donc égale à $\text{FCF}_7 \times [1 + 1,5\%] / (10\% - 1,5\%)$. Indiquons dès maintenant que ce coefficient multiplicateur, « g » pour *growth*, ne peut

être supérieur au taux de croissance à long terme de l'Economie. Pierre Vernimmen rappelle que si la croissance du PIB est par exemple de 2% et que le taux de croissance retenu est de 3%, « cela signifie que l'entreprise va non seulement racheter ses concurrents mais prendre le contrôle de toute l'économie du pays, voire de la planète !¹⁸ ». La détermination du taux de croissance des dividendes doit être mesurée, corrélée au marché de l'entreprise. Il peut évoluer au cours des années.

iii. Les méthodes patrimoniales permettent de déterminer la valeur résiduelle des fonds propres.

La valeur résiduelle peut aussi être déterminée par des méthodes patrimoniales. Elles ont pour objectif de déterminer le patrimoine des actionnaires en cas d'arrêt de l'activité à un instant « t ». Nous n'évoquerons ici que l'Actif Net Comptable Réévalué (ANCR). Cette méthode peut fournir une autre valeur résiduelle qui confirme ou infirme celle basée sur l'actualisation des dividendes.

L'actif net comptable réévalué (ANCR)

L'actif net comptable réévalué (ANCR) est égal à l'actif net comptable (ANC) de l'entreprise¹⁹, corrigé des plus-values latentes sur actifs immobilisés et circulants, ainsi que des provisions pour impôts à payer sur ces plus-values. Ainsi, si un actif économique est acquis pour 1000 et est financé par 800 de dettes, l'ANC est de 200. Mais si cet actif s'est apprécié et peut être cédé sur le marché à 1500 alors on constate une plus-value de 500. Nous considérerons le taux d'imposition égal à 33%. L'ANCR est alors de $(1000-800) + 500 \cdot (1 - 33\%) = 535$. Cette méthode a l'avantage de la simplicité mais son utilisation doit être justifiée car elle est une vision pessimiste de l'entreprise.

« Cette approche semble être une estimation pessimiste puisqu'elle consiste à chiffrer la valeur de la dernière année de prévision jusqu'à l'infini, comme étant

¹⁸ *Finance d'entreprise*, op.cit. p872

¹⁹ L'appellation « actif net comptable » est un faux ami, en réalité il s'agit de la valeur comptable de l'actif du bilan déduction faite de l'endettement net. Cette valeur correspond à la valeur des capitaux qu'il reste dans l'entreprise et qui appartiennent aux actionnaires.

égale à une valeur comptable, ce qui laisserait supposer que les actionnaires ont intérêt à réaliser les actifs et à rembourser les dettes. »²⁰

En réalité, l'ANCR est une méthode utilisée lorsque les résultats escomptés au-delà de la période de prévision ont une forte probabilité de tendre vers zéro. La valeur de l'entreprise (VE) peut donc s'écrire à partir de la relation établie par Fischer :

$$VE = \sum_{i=1}^n [FCF_i / (1+k)^i] + VR_n / (1+k)^n$$

2.4.2 Le calcul des *free cash flows* et leur signification

Mais comment calcule t-on ces *free cash flows* ? Ces FCF sont égaux à :

$FCF_i = EBE_i - \Delta BFR_{(i-1 \rightarrow i)} - IS_i$ calculé à partir du $Rex_i - Capex_i$ (ou investissements de la période i nets des désinvestissements de cette même période).

Quelle est la signification de ces flux ? Ces *Free cash flows to the firm* sont les flux théoriques qui reviennent aux pourvoyeurs de fonds de l'entreprise qui ont financé l'ensemble de l'actif économique (actionnaires + créanciers). Ils leur sont versés sous forme d'intérêts et de remboursement d'emprunt de l'endettement pour les créanciers, de dividendes et de réduction de capital pour les actionnaires. Un exemple simple présenté en Annexe page 157, illustre la détermination des *free cash flows*.

2.4.3 La détermination du taux d'actualisation utilisé dans la formule de Fischer reflète le risque pris par les apporteurs de capitaux.

Le taux utilisé pour actualiser ces flux est le coût moyen pondéré du capital (CMPC). Dans l'annexe, il est de 10%. Cette actualisation répond à une exigence économique simple : elle traduit l'exigence de tout investisseur qui ne renonce à une consommation immédiate que s'il obtient sur son investissement un certain taux de rentabilité. Dans notre exemple détaillé p.159, le coefficient d'actualisation est égal à $(1 + CMPC)^{-n}$.

La façon la plus rigoureuse de calculer ce taux consiste à trouver une entreprise comparable à notre société cible en terme d'activité et de volume d'affaires traités.

²⁰ *Ingénierie financière*, op. cit. p60

La théorie de l'agence développée par Jensen affirme que la dette représente une contrainte efficace, qui impose aux dirigeants de mieux gérer les actifs de l'entreprise. La valeur d'entreprise peut donc augmenter et atteindre, au bout de 5 ans, 4 000, par exemple. Ainsi, après extinction de la dette, la valeur du holding ne représente plus 3 513 mais 4 000. Le TRI passe alors à 31%. Comme nous l'avons vu dans la partie intitulée « autant de contraintes indispensables à la création de valeur », une meilleure valorisation de sortie ou un investissement initial plus faible impactent à la hausse le TRI des investisseurs.

L'importance d'une bonne estimation de la cible, d'une bonne négociation, est une opération primordiale dans un LBO. La phase des *due diligences* poussées est centrale. Un bon LBO résulte donc de l'achat d'une entreprise de type « vache à lait », d'un prix acceptable et d'un montage adéquat !

Cet exemple permet soulever un point crucial que nous avons déjà évoqué en première partie. Le TRI des investisseurs majoritaires dépend :

- des montants investis par les financiers majoritaires en fonds propres
- et du prix de sortie. Nous aborderons cet aspect important dans la dernière partie du mémoire.

2.4.4 Le Leveraged recap et la clause d'earn-out permettent de maîtriser le rendement de l'investissement. Ils participent de la réussite de l'effet de levier financier.

Comme le TRI est le « juge de paix » dans les opérations de *buyout*, les financiers ont élaborés des techniques qui permettent de s'assurer de la qualité du rendement de l'opération comme le *leveraged recap** et l'*earn-out**.

i. Le leveraged recap permet d'assurer un minimum de TRI

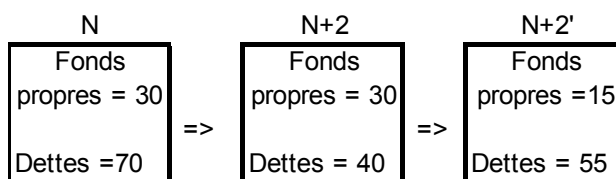
L'investisseur en fonds propres souhaite sécuriser le rendement de son investissement tout au long de la durée du mécanisme. Une partie des fonds propres injectés peut prendre la forme d'*equity*, nous l'avons vu, mais aussi de comptes courants. Ces comptes courants d'associés (CCA) sont des fonds prêtés par les actionnaires, souvent des minoritaires. Ils leurs sont rémunérés.

Nous considérons ces CCA comme des fonds propres car un actionnaire n'exigera jamais leur remboursement, même dans le cas d'une entreprise à peine solvable ou très peu liquide. Un remboursement risquerait de mettre définitivement l'entreprise en difficulté et pourrait être juridiquement requalifié.

ii. Fonctionnement du leveraged recap

Lors de la vie du montage, les *free cash flows* viennent rembourser la dette d'acquisition du holding. Par conséquent, le levier diminue. Pour le maintenir relativement constant et faire une quasi-sortie rémunératrice, ces comptes courants sont remboursés au milieu du montage. L'exemple suivant l'illustre²¹.

En N, les fonds propres, égaux à 30, sont composés de 15 de capital social et de 15 de CCA. Le levier est égal à $70 / 30 = 2,33$. En N+2, 30 de dettes ont été remboursées. Le levier n'est plus que de $40 / 30 = 1,33$. Afin de maintenir l'effet de levier constant, les CCA sont remboursés pour une valeur de 15. Les fonds propres sont de ce fait diminués, ils ne sont plus que de 15. Le levier redevient conséquent : il est de 2,66 et l'investisseur a récupéré 15 auxquels s'ajoutent les intérêts générés, au taux admissible pour la rémunération des comptes courants, depuis l'instauration du mécanisme. Nous retrouvons bien ici, l'effet de levier financier.



Ce mécanisme permet de sécuriser une partie de l'investissement. Ce *leveraged recap* est une « petite sortie » de 15. Il est l'un des intérêts du LBO. Nous le retrouverons lorsque nous évoquerons le *management package** attribué aux actionnaires minoritaires par les investisseurs dans les modalités de réussite du levier social.

La clause d'*earn out*, bien que différente dans son fonctionnement, permet aussi d'assurer la sécurité du rendement et participe à la réussite de l'effet de levier financier.

²¹ Exemple extrait du cours de M. Eric Neuplanche sur le LBO, dispensés au CNAM en 2003-2004.

iii. La clause d'*earn out* concourt à la génération du TRI. Elle doit être négociée très attentivement par les acheteurs.

L'*earn out* est une clause négociée entre acheteurs et vendeurs dans le contrat d'acquisition de la cible. Elle permet d'indexer une partie du prix d'acquisition sur les résultats futurs de la société achetée. Nous avons vu que pour les financiers le TRI dépendait du prix de sortie de leur investissement : plus le prix de sortie est élevé plus le taux de rentabilité interne est fort. A l'inverse, un prix de sortie plus faible que prévu diminuera mécaniquement le TRI. Les acheteurs, qui souhaitent maîtriser le rendement de l'opération, préfèrent payer aux vendeurs un prix situé dans le bas de la fourchette de valorisation et compléter ce prix avec une prime, si les résultats de la cible sont en accords ou supérieurs aux plans de développement prévus. En général l'*earn out* est indexé sur l'EBE, le Rex ou le résultat courant de la cible. Son intérêt est important. Il permet de mettre d'accord les deux parties, acheteurs et vendeurs, lorsque celles-ci n'arrivent pas à déterminer un prix d'achat en *cash*. En complétant le prix sur plusieurs exercices, les deux parties décident de s'aligner sur la qualité d'un référent : la cible elle-même.

Si la cible ne génère pas les résultats attendus, les acheteurs ne versent pas de prime. Ils évitent ainsi d'amoindrir leur TRI. En somme, ils n'ont pas acheté la société trop chère. A l'inverse, si la cible prouve sa qualité et produit les flux escomptés, ils verseront ce complément de prix aux vendeurs et réaliseront le TRI qu'ils s'étaient fixés.

Nous verrons dans la fin de cette partie que l'*earn out* permet aussi de mettre d'accord des acheteurs et des vendeurs devenus de plus en plus exigeants.

Jusqu'à maintenant nous avons surtout évoqué, les conditions de succès pour les financiers majoritaires. Il ne peut être atteint sans une réelle collaboration des investisseurs minoritaires qui sont, dans les MBO en tout cas, dirigeants de la cible.

iv. Le crédit vendeur, comme l'*earn-out*, permet aux acheteurs et aux vendeurs de donner de la souplesse au montage.

Le crédit vendeur* est une technique très utilisée dans les opérations de LBO. Il est accordé par le vendeur de la cible aux investisseurs et aux repreneurs lorsqu'ils ne sont pas d'accord sur le prix de la transaction. Le vendeur accepte de ne pas encaisser une partie du prix de la transaction et de la laisser dans l'entreprise sous la forme de comptes courants d'associés, par

exemple. Le montant du crédit permet de ne pas emprunter auprès des banques et de ce fait, pérennise le montage. Il peut être considéré comme une forme de dette mezzanine, puisque son remboursement est subordonné à celui de la dette senior, mais avec l'avantage pour les investisseurs et repreneurs de voir son taux de rémunération plus faible, puisque les taux applicables aux comptes courants sont fiscalement plafonnés²². Après un délai contractuellement déterminé, le vendeur récupère la somme immobilisée agrémentée des intérêts (généralement capitalisés) relatifs à la période d'immobilisation. Ses modalités de remboursement ne sont pas standardisées mais restent subordonnées aux dettes bancaires et mezzanines.

Cette technique permet de faciliter le déroulement de la vente en offrant une marge de manœuvre aux acheteurs et aux vendeurs.

6. La participation du management est une condition importante du succès de l'opération. Les relations entre majoritaires et minoritaires sont organisées par des mécanismes financiers et un pacte d'actionnaires devant favoriser l'effet de levier social.

2.6.1 Les *strip equities*, *sweat equities* et *equity kickers* comme outils d'intéressement des minoritaires et instruments de management importants.

La réussite d'un LBO repose sur la qualité des managers et les relations qu'ils entretiennent avec les fonds d'investissement entrés au capital du holding. A l'inverse, l'échec des opérations est souvent dû au maintien d'une équipe défailante à la tête de la cible. On se rend bien compte, que les relations entre investisseurs et dirigeants sont très importantes. Dès lors, comment se règlent concrètement les problèmes relationnels éventuels entre les participants au LBO ? La qualité des orientations stratégiques, du travail effectué en dépend.

La création de liens forts entre managers et actionnaires n'est possible qu'avec des mécanismes d'incitation et de sanction liés aux performances de l'entreprise. Ces incitations permettent de donner un même axe de travail à l'ensemble des intervenants. Alors, le LBO

²² Le taux de rémunération des comptes courants est libre dans les faits, mais fiscalement il est plafonné ! C'est-à-dire que si le taux de rémunération de CCA est supérieur au taux admissible par l'administration fiscale, les charges d'intérêts ne sont plus déductibles du résultat fiscal. Le taux plafond correspond au taux de marché auquel s'ajoute une marge de 250 bp au maximum.

dépasse le statut de montage juridico-financier pour devenir un modèle emblématique de gouvernement d'entreprise réussi.

Pour insuffler un même élan aux dirigeants et aux investisseurs, fidéliser les dirigeants, il est essentiel d'impliquer financièrement les managers dans l'opération. Ce point est central, peut-être est-il, avec la compréhension de l'effet de levier financier, le cœur du montage qui nous intéresse ici. Cette participation des managers aux opérations financières, dans les MBO surtout, a une dimension managériale évidente car elle pousse les opérationnels de la cible à maîtriser les coûts, surveiller les produits et les dépenses d'exploitation et à s'assurer de la bonne remontée de flux vers le holding pour que celui-ci puisse assurer le service de sa dette. L'effet recherché de cette association minoritaires/majoritaire est la réduction du niveau d'endettement de la société holding conformément aux plans prévus.

En somme, les investisseurs majoritaires doivent prévoir des mécanismes financiers qui permettent de s'assurer du maintien des dirigeants en place. Le résultat d'une bonne collaboration peut être mirifique : c'est un véritable jeu gagnants/gagnants si les deux parties réussissent une sortie convenable. Comment fonctionnent ces mécanismes d'incitations, quels sont-ils ?

i. La construction du *management package* est un outil indispensable à la motivation des managers.

La convergence d'intérêts, entre le management de la cible et les investisseurs financiers, implique un co-investissement des dirigeants en place aux côtés des financiers. Souvent ces derniers vont octroyer aux actionnaires minoritaires du holding de reprise les moyens de participer à la réussite du montage. Les dispositions prises par les financiers à l'encontre des dirigeants sont qualifiées de *management package*. Ce *package* n'est pas systématique, mais il contribue fortement à motiver les dirigeants.

Le *management package* est un ensemble de clauses contractuelles qui définit les modalités d'investissement et les principes de gouvernement d'entreprise de la société reprise. Il est négocié au fur et à mesure de l'élaboration du projet puisqu'il est lié au prix de la cible et aux conditions bancaires obtenues pour financer l'opération.

Il faut tout d'abord déterminer la fraction du capital alloué au management. En général, elle est de l'ordre d'une année de rémunération. Cet investissement doit être suffisamment significatif financièrement pour que l'implication soit véritable. Le management investit ses propres deniers en *strip equity**. Cela signifie qu'il peut investir au niveau de chaque lignes de financement, capital social du holding, en comptes courants d'associés, en obligations convertibles, ou seulement au niveau de certaines d'entre elles, voire exclusivement dans le capital social (*sweat equity**). D'autre part, il est commun de retrouver des droits d'accès au capital basés sur des options ou *kickers** dont le prix d'exercice dépend de la valorisation initiale de l'entreprise cible et de l'avancée de l'opération.

Le véritable enjeu de ce *management package* réside dans la possibilité pour les managers de s'enrichir. Un exemple de « *sweat equity* » va illustrer notre propos.

ii. Exemple de « *sweat equity* » attribué au management.

Une société valorisée 200 M€, sans dettes, est reprise dans le cadre d'un LBO. L'opération est financée par 50 M€ de dette mezzanine, 50 M€ d'obligations convertibles souscrites par les financiers et 50 M€ de fonds propres. Les 50 M€ restants sont financés par de la dette senior classique.

Les fonds propres sont constitués de 25 M€ apportés par les financiers et de la même somme apportée par les managers. Ces derniers détiennent 50% des fonds propres alors qu'ils n'ont apporté que 25% du montant total les constituants.

Dans notre exemple nous imaginons un LBO de taille « moyenne » et des managers nombreux ! Le bilan simplifié, ci-dessous, illustre les différents modes de financement retenus dans notre exemple.

Actif	Passif	
Titres pour 200M€	Apport Management 25 M€	Fonds propres
	Apport Investisseurs 25 M€	
	OC 50M€	quasi-Fonds propres
	Mezzanine 50M€ Dette senior 50M€	Dettes et assimilées

En effet, dans les *deals large caps* que nous avons pu observer ces derniers temps, le management n'apporte qu'entre 1 et 2% du capital.

Le *sweat equity* s'exercera lors de la sortie (prévue dans 5 ans par exemple) et dépendra de la rentabilité de l'investissement. Plusieurs hypothèses doivent être envisagées :

- Si le TRI* constaté est supérieur à 30% les investisseurs ne convertissent pas leurs obligations convertibles. Elles sont simplement remboursées comme de la dette classique. Le management conserve 50% des plus-values réalisées.
- Si le TRI est inférieur à 20% les obligations convertibles sont converties et se transforment en titres donnant accès au capital. Les financiers reprennent le contrôle et possèdent alors 75% des fonds propres.
- Entre 20 et 30% de TRI, ces obligations sont converties en partie seulement ce qui permet un partage progressif de la plus-value. Une part de 25 à 30% revient aux managers de la cible.

En somme, les managers ne conservent les 50% prévus initialement que si le rendement préfixé est atteint ou dépassé. Voici un parfait exemple du management par « la carotte ». Dans le pire des cas, le management détiendra 25% des plus-values réalisées.

Signalons aussi, que le minoritaire peut investir en compte courant dans le holding. Son investissement est alors rémunéré comme un prêt. Ce mécanisme de « *leverage recap** », évoqué précédemment, est une autre forme de rémunération des minoritaires.

iii. Les *equity kickers* complètent le *management package*.

Recap et *sweat equity* ne sont pas les seuls moyens de rémunération du management. Il peut aussi se voir attribuer des *equity kickers*. Ces *kickers* sont des options exerçables à la discrétion de leurs détenteurs à la fin d'un délai d'indisponibilité. Ils fonctionnent comme des bons de souscription d'actions (BSA*). Ils sont exercés lorsque la valeur du titre est supérieure au prix d'exercice de l'option. Le propriétaire des titres optionnels achète une

action à un prix inférieur à sa valeur de marché théorique²³. Il bénéficie d'une décote par rapport à la valeur qu'aurait eu le titre si il avait été négociable sur un marché. Ce mécanisme simple est tout de même lié à la valorisation de l'entreprise et à l'existence d'un marché. Il faut *pricer* le titre de l'entreprise et trouver une contrepartie susceptible d'acheter le titre (lors du débouclage du montage par exemple). Le minoritaire qui exerce son bon de souscription, réalise une plus-value d'acquisition qui peut être concrétisée par la revente du titre sur le marché. Il faut alors trouver une contrepartie susceptible de racheter ce titre. L'introduction en bourse, à la sortie du LBO, est alors particulièrement intéressante et solutionne, en théorie, les problèmes de prix et de liquidité évoqués.

L'ensemble de ces mécanismes, associés à l'effet de levier du holding, confère un intérêt majeur aux minoritaires qui peuvent alors accroître leur patrimoine. En y souscrivant, ils indexent leurs rémunérations aux résultats de leur travail. Cette alliance de fait, entre financiers et dirigeants, permet aux deux catégories d'intervenants d'oeuvrer dans le même sens et, par la même, de réduire les conflits d'agence. La mise en place d'un bon *management package* permet de concrétiser l'effet de levier social abordé en première partie. Il est une donnée clef de la réussite du *buy-out*.

Les relations financières et managériales, entre majoritaires et minoritaires, que nous venons d'évoquer, sont structurées par un pacte d'actionnaires*. Ce document est important : il formalise les relations entre investisseurs et précise les modalités de sortie de chacun. Sa bonne négociation est une étape critique du LBO.

2.6.2 Le pacte d'actionnaires organise les relations entre majoritaires et minoritaires. Il concourt à la bonne entente entre investisseurs. Il permet surtout de protéger les minoritaires.

Cette association est formalisée par un pacte d'actionnaires*. Ce document est un contrat signé entre actionnaires majoritaires et minoritaires. Tout ou partie des actionnaires le signent. Il peut être lié aux statuts de l'entreprise. Comme les entreprises « LBOisées » ne sont pas ou

²³ Nous utilisons le terme de « valeur théorique de marché » car les titres de cibles de LBO sont par définition « non cotés ». Il n'existe donc aucune valeur de marché réel ! Pour estimer la valeur théorique des titres, nous nous référons à la notion de « *fairness opinion* » (ou de « juste valeur »).

plus cotées en bourse, le pacte d'actionnaire n'a pas besoin d'être rendu public, il est confidentiel. Ce n'est pas le cas pour les sociétés cotées où la notion d'« action de concert » peut intervenir. L'objectif du pacte est simple : clarifier au maximum les positions des uns et des autres et envisager, dès l'élaboration du pacte, tous les modes de sortie possible pour être en mesure de solutionner les difficultés le jour où elles se présenteront. Il permet d'organiser le capital et sa transmission.

Ce pacte est particulièrement important pour les actionnaires minoritaires qui se sentent protégés par les conventions signées. Ils ne sont plus à la merci d'une décision des majoritaires. Un pacte bien négocié permet aux minoritaires de se sentir respectés. C'est à cette condition que l'effet de levier social peut jouer et permettre la création de valeur.

Le pacte comprend notamment des clauses sur le droit des associés en cas de cession d'actions ; la définition des règles de sortie à moyen terme ; les engagements d'exclusivité éventuels et de non-concurrence du dirigeant repreneur notamment. Détaillons les points primordiaux, fréquents dans les opérations de LBO, qui contribuent à créer une confiance réciproque entre actionnaires. Ils concernent deux aspects : l'organisation et la répartition du pouvoir ainsi que la transmission du capital.

i. Organisation et répartition du pouvoir

- **Le droit de préemption réciproque* (ou droit de premier refus)** : stipule que si un actionnaire décide de vendre sa participation dans le holding de reprise, il doit proposer préalablement aux autres actionnaires de l'acheter. Cette clause «conservatrice» répond à un objectif clair : conserver l'en l'état la géographie du capital, éviter tous bouleversements des rapports de force au sein de la société.

ii. Transmission du capital

- **La clause *tag along**** prévoit la sortie conjointe et proportionnelle des actionnaires. Si l'actionnaire majoritaire vend sa participation, les minoritaires ont le droit de sortir aux mêmes conditions et dans les mêmes proportions. Avec cette clause, le minoritaire peut protéger la valeur de son patrimoine et ne pas rester coller à son investissement.
- **La clause *drag along****. Elle est le droit de forcer une vente. Elle prévoit l'engagement de céder ses titres de propriété. Si une offre de rachat à 100% est faite à

un pool d'actionnaires qui détient une part significative du capital, ceux-ci ont le droit d'obliger les autres actionnaires à vendre ou à préempter (aux mêmes conditions). Cette clause permet aux minoritaires, qui auraient trouvé un acquéreur, d'obliger les majoritaires à participer à la transaction. Cette clause leur permet de sortir du capital au cas où ils trouveraient une contrepartie désireuse d'acheter leurs titres.

L'étude de ce pacte doit permettre de formaliser les relations que les financiers majoritaires et minoritaires souhaitent tisser. Un bon pacte doit permettre d'établir des relations saines et créer un climat de confiance indispensable à l'instauration d'une véritable collaboration. C'est à ce prix seulement que l'effet de levier social peut être efficace.

L'effet de levier financier et fiscal étudié jusque là, ne pourra prendre forme sans la participation active des prêteurs à l'opération. Ils sont nombreux (prêteurs senior, junior) et ont des contraintes et objectifs différents. Nous allons voir que ces banquiers cherchent, comme les financiers, à s'entourer de sécurités maximales pour assurer la réussite de leurs placements.

B - LES PRETEURS S'ENTOURENT DE GARANTIES DE PLUS EN PLUS FINES

Comme nous l'avons vu, les montages de LBO consistent à racheter une entreprise ou le département d'une entreprise, avec un apport limité en capitaux propres et un recours important à l'endettement. Nous venons d'analyser le rôle des investisseurs, analysons celui des prêteurs.

Dans un LBO, le rôle des banques est primordial puisqu'elles apportent une grande partie du financement de l'opération. Chacune d'entre elles fournit un type de financement spécifique auquel est rattaché une rémunération et un risque précis. Ainsi, les contraintes liées à la dette senior sont-elles différentes de celles liées aux dettes juniors.

Le tableau ci-dessous décrit les différents modes de financement du LBO. Nous nous attacherons ici à décrire l'importance et les spécificités pour le LBO de chacun de ces capitaux d'emprunts. Nous ne retenons dans ce tableau que les conditions de montage « standard » observées dans les gros LBO.

Principales conditions observées dans les montages LBO importants

	Nature du financement	Exigence minimale de rentabilité	Garanties	Remarques
Capital	Fonds Propres	25 à 30%	Aucune	Souscrits par les dirigeants repreneurs et les investisseurs financiers
	Obligations convertibles (OC)		Subordonnée à la mezzanine	Ces OC sont des fonds propres potentiels.
Dettes	Mezzanine (OBSA) Dette junior	Environ 15%	Nantissement* de second rang sur les titres de la cible, subordonnée à la dette senior	Taux variable indexé sur l'Euribor. Participation à la plus value grâce à des BSA souscrits par les investisseurs spécialisés.
	High Yield Bond - Dette "subordonnée"	Euribor + 5,0% à 7,0% (voire 10 à 12%)	Subordination aux autres dettes (en particulier, dette senior)	Durée 8 à 10 ans
	Dette bancaire senior (découpée en tranches A, B, C)	Taux variable indexé sur l'Euribor	Nantissement de premier rang sur les titres de la cible	Durée : 5 à 7 ans
	Crédit-vendeur	A négociier		
Autre	Trésorerie	0%		Distribution exceptionnelle de dividendes post-acquisition.

Source : « Intérêts et pratiques des opérations de LBO », G. Mongin et S. Lautier, 2004

* Il est important d'apporter une nuance quant à la valeur de la garantie issue d'un nantissement des titres de la cible. Signalons que lorsque l'opération se déroule mal, pour ne pas dire de manière catastrophique, les titres de la cible ne valent plus grand-chose. Que vaut alors un nantissement sur un bien qui ne vaut plus rien ?

2.7.1 Le rôle des banquiers seniors

Le rôle de la dette senior est de financer, pour tout ou partie, l'acquisition des titres de la cible qui ne sont pas pris en charge par les fonds propres par les financiers.

i. Caractéristiques de la dette senior.

Le prêteur senior est celui dont la prise de risque est, par rapport aux autres apporteurs de capitaux (propres ou d'emprunts), la plus limitée car sa dette a le rang de « senior », c'est-à-dire qu'elle est remboursée en priorité par rapport aux autres dettes. Le prêteur senior est attiré par un niveau de marge plus important que ceux proposés sur les financements

corporate classiques. Il est couvert par des garanties plus élevées, les *covenants**. Détaillons ce mode de financement.

La dette senior (DS)²⁴ est une dette à moyen terme d'une durée de 5 à 8 ans. Elle est remboursée prioritairement par rapport à toutes autres créances du holding de reprise. Le remboursement des autres dettes, ainsi que le paiement de leurs intérêts, est subordonné au remboursement de la DS. De ce fait, cette dette est moins risquée que l'ensemble des autres dettes. Enfin, signalons qu'à l'inverse du prêteur mezzaneur, le prêteur senior est un prêteur « pur », nous le verrons plus loin dans cette partie.

ii. Le fractionnement de la dette senior et sa souplesse de remboursement permettent une bonne gestion actif / passif.

Le montant de la DS est de l'ordre de quatre à cinq fois le montant de l'EBIT annuel de la cible. Comme le montant de la dette attribué par une seule banque ne peut être trop élevé, en raison des risques de contrepartie, plusieurs banques peuvent se réunir et former une syndication* bancaire pour la souscrire, et ainsi, mutualiser les risques pris. Afin d'assurer un remboursement souple et peu contraignant pour la cible, la dette senior peut être fractionnée en tranches A, B et C. A chacune de ces tranches s'applique des modalités de remboursement et de taux particulières. La tranche A est souvent un prêt de 5 ou 6 ans, amortissable par échéances successives (annuelles ou semestrielles), la tranche B, remboursée *in fine*, dure généralement 7 ans et, la dernière tranche, également remboursée *in fine*, est à échéance 8 ans. En permettant à une majeure partie de la dette senior d'être remboursée *in fine*, les banques seniors offrent aux investisseurs la possibilité de ne pas alourdir le service de la dette de façon excessive pendant les premières années du LBO. Cette souplesse est une condition *sine qua non* de la réussite du montage.

iii. Le banquier senior utilise le nantissement pour couvrir le risque de contrepartie de son créancier.

De plus, la dette senior est une créance de premier rang, c'est-à-dire que la banque senior bénéficie d'un nantissement de premier rang sur les titres de la cible. Si l'opération de *buy-out*

²⁴ Nous mettons en garde le lecteur pour qu'il ne fasse pas la confusion avec la notation DS déjà utilisée pour *debt service* : le service de la dette.

se révèle être un échec, la banque senior sera la première à recevoir un dédommagement sur les liquidités dégagées par la cession de titres de la cible²⁵ (après les créanciers privilégiés bien entendu). Cette garantie n'est pas la seule utilisée par les banques seniors, nous traiterons des garanties dans la partie relative aux *covenants*.

2.7.2 Le banquier senior mesure son risque à l'aide de ratios normatifs.

L'attribution de ces dettes est calibrée en fonction de la capacité de remboursement du holding, et donc de la capacité de la cible à distribuer des dividendes. Afin de sauvegarder son investissement, le banquier senior utilise quelques ratios prudentiels normatifs qui structurent sa gestion actif / passif. Le tableau suivant présente ces ratios normatifs. Ils doivent être respectés tout au long du montage.

Fonds propres / taille du deal	> 35%
EBIT / Intérêts	> 2 à 2,25
Dettes nette totale / EBIT	> 3,5 à 5,5
Dettes senior/ EBIT	> 3 à 5
POR*	< 75 à 85%
Gearing (ou levier D / FP)	< 3

Le ratio qui nous semble être le plus significatif est celui qui est scruté dès la mise en place du montage : Dettes senior / EBIT. EBIT signifie *Earning Before Interest and Taxes*. Il est très proche de notre résultat d'exploitation (Rex).

Ce ratio indique bien que le cycle d'exploitation doit en cinq exercices maximum, assurer le remboursement du principal de la dette senior. Le résultat économique (EBIT), qui inclut les résultats financiers du holding, doit donc être surveillé attentivement puisque sa tâche est importante et il est volatil. Il est directement impacté par une simple variation du CA et des marges. L'importance de la qualité de la cible analysée dans la première partie de ce mémoire saute aux yeux. Elle doit générer un *cash* important et récurrent pour ne pas mettre le holding de reprise dans une situation ingérable.

Ces différents ratios peuvent devenir contractuels, ils portent alors le nom de « *covenants* ».

Rappelons que les *covenants* sont des clauses contractuelles dans lesquelles les contractants

²⁵ Nous avons nuancé ce propos lors de la présentation des « principales conditions observées dans les montages de LBO importants ». Dans l'hypothèse d'un échec du montage, les titres de la cible n'ont plus, à priori, qu'une valeur « à la casse », nous pouvons alors nous interroger sur la validité d'une garantie qui ne repose plus sur rien.

stipulent ce que l'emprunteur s'engage à faire ou à ne pas faire. Les banques disposent d'autres moyens de se protéger contre ce risque de contrepartie avec les *collateralised debt obligation* (CDO*) synthétiques, par exemple. Nous les étudierons après avoir cerné les rémunérations que les banquiers seniors sont en droit de recevoir.

2.7.3 Comment le banquier senior se rémunère t-il ?

Le taux d'intérêt de la dette senior peut être fixe ou variable. Des avantages et des inconvénients sont attachés chacun de ce type de taux.

i. La dette senior peut être à taux fixe ...

Un taux fixe permet de connaître, dès la modélisation du montage, les charges d'intérêts que va avoir à supporter le holding ce qui est très appréciable lors de la modélisation du service de la dette du holding. En revanche, en cas de remboursement anticipé, le holding s'expose au versement de lourdes indemnités (environ 1% du principal restant dû). Ces pénalités viennent compenser la perte d'opportunité de placement de la banque prêteuse si les taux de marché sont plus faibles que le taux négocié. En effet, la banque va devoir replacer sur le marché, les fonds qu'elle a empruntés pour financer le holding. Ce placement, compte tenu des conditions de marché moins favorable aux prêteurs, ne pourra se faire qu'à un taux inférieur à celui auquel elle a elle-même emprunté.

ii. ... ou à taux variable.

Un taux variable facilite les remboursements anticipés puisqu'il n'y aura pas de frais supplémentaires ni d'indemnités. En contre partie de cet avantage, le holding s'expose au risque de taux puisqu'une hausse des taux aurait pour conséquence un alourdissement des frais financiers. Pour limiter l'exposition aux variations défavorables du marché des taux, le holding peut couvrir ses risques grâce à l'utilisation de produits financiers tels que les *caps*²⁶ ou les contrats à terme de taux (*forward rate agreement* ou FRA).

²⁶ Les *caps* sont des produits dérivés de taux qui, en cas de hausse des taux au-delà d'un seuil prédéterminé, plafonne le taux variable au niveau de ce seuil. Ces produits protègent contre les hausses de taux, mais ne privent pas du bénéfice d'une baisse éventuelle du taux de référence. Cette couverture n'est pas gratuite !

Pour rester en permanence corrélés aux taux de marché, les taux appliqués à ce type de dette sont généralement variables. Selon les tranches de dette (A, B ou C) auxquels ils s'appliquent, ils sont de l'ordre de 5 à 7%. La rémunération des prêteurs seniors est principalement constituée par la marge. Pour les petits dossiers, elle s'établit, par an, autour de 1,30% et entre 0,25 et 1,40% pour les LBO plus importants qui mettent les banques en concurrence.

iii. La syndication bancaire permet de réduire le coût de la dette pour le holding.

Il est important de signaler que les banquiers seniors n'ont pas la possibilité de gérer leurs portefeuilles de risque comme les investisseurs financiers et les mezzaneurs. Désintéressés du capital, ils ne peuvent espérer la compensation de leurs mauvaises prises de position par des gains plus ou moins importants sur d'autres dossiers (gains sous la forme de plus-values). Les pertes réalisées sur une mauvaise opération sont automatiquement et irrémédiablement impactées dans la rentabilité de leur portefeuille de créances.

Pour limiter la prise de risque, les banques seniors se syndiquent et partagent ainsi le risque global. La rémunération baisse d'autant que le risque diminue. Lorsqu'il y a prise ferme de la part d'un prêteur senior, celui-ci se rémunère par une commission *flat** supplémentaire. La prise ferme est rare car les banquiers seniors ne souhaitent pas supporter les risques seuls. Les banques membres de la syndication perçoivent une commission de participation en plus de la marge qu'elles impactent sur le coût des financements qu'elles accordent. Cette commission de participation est de l'ordre de 0,20 à 0,50% du montant des engagements.

La plupart des grandes banques possèdent au sein de leur département d'ingénierie financière des pôles spécialisés dans le financement des opérations à effet de levier. Chaque financement requiert des études spécifiques pour la détermination des conditions bancaires qui seront appliquées.

2.7.4 La maîtrise du risque est facilitée par la mise en place de *covenants* rigoureux et de *due diligences* poussées.

i. Les banquiers imposent des *covenants* rigoureux

La maîtrise des risques est le cœur de métiers des banquiers. C'est pourquoi, en plus du nantissement des titres de la cible, les banques réclament fréquemment que les dirigeants s'engagent à respecter certaines règles contractuelles, les *covenants*, faute de quoi, l'exigibilité des remboursements pourrait être anticipée. Ces *covenants* peuvent inclure :

- Des clauses d'information : l'emprunteur s'engage à tenir la banque senior informée de tous changements de sa situation susceptibles de modifier sa capacité à honorer ses obligations de remboursement,
- Des clauses de limitation d'endettement : le holding n'est pas autorisé à souscrire de nouvelles dettes dont les remboursements pourraient entrer en concurrence avec ceux des dettes déjà obtenues,
- Des clauses de limitation d'investissement : la part des *cash flows* alloués aux investissements ne doit pas obérer la capacités de la cible à distribuer des dividendes,
- Des clauses de non aliénation des biens du groupe : pour éviter que la cible ne se vident des biens qui en font sa valeur, et donc la valeur des titres pris en nantissement,
- Des clauses de non versement de dividendes : le remboursement de la dette senior reste prioritaire à toute distribution de dividendes aux actionnaires, même si les *cash flows* s'avéraient supérieurs aux prévisions,
- Des clauses de respects de certains ratios financiers (cf. partie précédente)
- Des clauses d'« *ownership* » : la qualité des investisseurs à la tête de l'opération est une donnée fondamentale pour la banque. Celle-ci se réserve le droit de sortir ou non de l'opération avant tous changements d'actionnaires.

ii. ... doublés par des *due diligences* poussées.

Le prêteur senior et le mezzaneur, que nous étudierons plus loin dans cette partie, exigent des *due diligences* qui semblent constituer un élément central dans l'analyse de faisabilité d'une opération de LBO. Les *due diligences* sont des audits complémentaires que les banques commandent auprès de cabinets spécialisés indépendants. Ils permettent aux établissements financiers d'obtenir un « point de vue indépendant » sur un client éventuel. Ces analyses permettent de mieux comprendre le modèle économique de l'entreprise visée ainsi que le secteur d'activité auquel elle appartient.

iii. Les banquiers réclament ces études indispensables à l'octroi de crédits

Une étude, menée par le PriceWaterhouseCoopers auprès de banques senior, révèle que 20 % des établissements interrogés ne sont pas satisfaits de la qualité des rapports d'audit qui leur sont soumis. Ils ne leur permettent pas de cerner suffisamment clairement le niveau de risque de défaut qu'ils encourent. Les points centraux que ces banquiers souhaitent voir développés sont l'analyse du besoin en fonds de roulement, sa formation, son retour à la liquidité et les flux de trésorerie générés par le cycle d'exploitation.

A plus de 90 %, les établissements souhaitent que soient réalisées des revues financières, stratégiques et juridiques de la cible et de son secteur d'activité. Ils exigent que les auditeurs revoient les éléments financiers prévisionnels sur lesquels sont basés les profils de remboursement. A l'inverse des fonds de LBO, les banquiers ne sont pas particulièrement attachés à une analyse fine des « aspects opérationnels et des risques environnementaux ». Ils ne cherchent pas à couvrir le risque économique par exemple, mais plutôt le risque de crédit. Quant à l'appréciation de la qualité de la direction de la cible, elle est rarement couverte par les rapports de *due diligences*. Elle est généralement le domaine réservé des investisseurs et des établissements financiers impliqués dans la réalisation de l'opération²⁷.

60% des banques senior considèrent même que l'étendue des *due diligences* dépend principalement de la taille de l'opération et de l'ampleur du financement prévu et beaucoup moins des caractéristiques intrinsèques du marché ou de l'entreprise cible. Les modalités particulières du financement envisagé n'entrent que très peu en ligne de compte dans la définition de l'étendue des travaux à réaliser. Nous pouvons l'expliquer par un point central du modèle économique des banques. Elles sont en mesure de mutualiser les risques pris et jouent sur l'effet des grands nombres de clients pour les couvrir. L'échec d'une opération reste néanmoins néfaste. Les marges facturées par les banques senior sont faibles et la compensation d'une opération malheureuse nécessite, lorsqu'elle est possible, de nombreux succès. Ces opérations réussies ne font que compenser les pertes réalisées, et le rendement du portefeuille est, lui, irrémédiablement détérioré.

²⁷ Ce dernier point est confirmé dans l'article « Les investisseurs multiplient les audits de management » paru dans Option Finance le 24/11/2003.

iv. L'impact des *due diligences* sur l'octroi d'un crédit.

L'aspect de l'étude PWC qui nous a le plus surpris est le fait que ces banquiers réclament des audits de plus en plus poussés mais, après avoir revu les rapports de *due diligences*, ne remettent que rarement en cause leur décision de financement d'une opération. Lorsque le cas se présente, la décision de ne pas poursuivre l'opération est généralement prise conjointement par les établissements financiers et l'investisseur en fonds propres.

Malgré tout, les *due diligences* ont une certaine influence dans le process de prise de décision et ne sont pas ignorées puisque les conclusions obtenues peuvent amener l'investisseur et l'établissement prêteur à exclure conjointement du périmètre de financement certaines activités ou actifs jugés trop risqués. Si les conclusions des *due diligences* ne remettent pas en cause la faisabilité des montages, elles peuvent modifier la structure de financement proposée initialement.

Il est intéressant de noter que les banques couvrent leurs risques de contre partie elle mêmes. Le développement des fonds de *collateralised debt obligation* le prouve. Enfin, nous verrons que pour obtenir l'octroi de crédits et présenter une liquidité plus alléchante, les entreprises font preuve d'imagination puisqu'elles utilisent la titrisation* à leurs fins. Cet outil était jusque-là usité par les établissements de crédit.

2.7.5 Le développement de techniques bancaires innovantes comme la titrisation et les *collateralised debt obligation* (CDO) concourt à la couverture des risques de liquidité et de contrepartie et favorisent le financement des LBO.

i. La titrisation concourt à la liquidité de l'actif de la cible.

Nous avons vu que les entreprises cibles devaient avoir une liquidité suffisante pour assurer le service de la dette. Pour l'améliorer elles utilisent la titrisation. Elle est une technique de financement qui consiste à céder les actifs circulants²⁸ d'un bilan (B) à une entreprise créée *ad*

²⁸ Les actifs circulants d'une entreprise sont les actifs non destinés à rester durablement dans la société. Ils regroupent les créances et les stocks.

hoc. La société qui rachète les créances finance l'acquisition par l'émission de titres négociables sur le marché. L'entreprise (B) rend liquide ses créances très rapidement et accroît le niveau de sa trésorerie. Elle améliore ainsi ses ratios de performance et diminue son recours à l'endettement. Bien sûr, cette opération a un coût ! Les créances cédées, par exemple, subissent une décote par rapport à leurs valeurs nettes comptables du fait que les risques de défaillance clients ne sont plus supportés par l'entreprise (B) mais par la structure *ad hoc*. Cette décote peut aussi être analysée comme le coût d'accès à la liquidité des actifs de l'entreprise. Chaque actif cédé se voit attribué, par une agence de notation (Moody's, S&P...), un *rating*, duquel va dépendre le niveau de décote subit par l'actif.

En somme, la titrisation permet à la cible (B) d'améliorer sa situation financière par réduction de son endettement éventuel et/ou par augmentation de son niveau de trésorerie.

La titrisation peut aussi être mise en place tout au long du montage en lieu et place de la ligne de crédit destinée à financer une partie du BFR. La combinaison de la titrisation et du LBO a donné naissance au « *Securisation Buy-Out* ».

L'intérêt réel des opérations de titrisation est généralement remis en cause dans les opérations *corporate* classiques, car l'économie du coût de financement est souvent annulée par les coûts de montage. Dans le cas des LBO montés avec des *spreads* importants, l'économie est évidente puisque le coût de la titrisation est une marge de l'ordre de 60 points de base (bp) tandis que sur les dettes junior cette marge peut être de 225 à 325 bp. Elle est donc très utile à notre montage. Les montants échangés sur le marché le montrent : pas moins de 15 Md€ ont été levés de cette manière en Europe au cours de ces trois dernières années. Cette opération très courante Outre-manche, ne fait que se développer en France. Seul Fraikin – locataires de véhicules industriels et commerciaux – repris par Eurazeo a lancé sa deuxième opération de titrisation sous LBO²⁹. Cette opération a même permis au *sponsor* de limiter son apport en fonds propres, le montant des créances titrisées réduisant d'autant l'*entreprise value* de la cible à acquérir. Enfin, pour le holding, cette technique n'est pas exempte d'intérêt puisqu'elle permet de refinancer la dette bancaire plus rapidement.

L'imagination de l'ingénierie financière est sans limite. Les banques ont développé des nouveaux contrats financiers appelés : *Collateralized debt obligation* (CDO). Ces CDO

²⁹ BFinance, « La titrisation intéresse de près les entreprises sous LBO » et « La titrisation tend à s'imposer comme un mode de financement naturel des LBO », 20/08/2004.

permettent aux banques de réduire leurs risques de contre partie. Elles peuvent octroyer des prêts seniors pour les montages LBO sans courir de grands risques. Leur couverture est efficace.

ii. Les *Collateralized debt obligation* (CDO) permettent de sécuriser les crédits octroyés sous forme de dette senior.

Les grandes banques lancent depuis quelques années des fonds spécialisés dans le financement de dettes (seniors, mezzanines, ...) destinées aux LBO. Ces fonds de *Collateralized Debt Obligation* datent de la fin des années 1990.

Le CDO est un produit financier de la famille des dérivés de crédit. Son *payoff** dépend du risque de crédit d'une autre entité commerciale³⁰. Comment fonctionne ce CDO ? Que permet-il ? Qu'apporte-t-il aux LBO ?

iii. Le développement des CDO ...

Les fonds de CDO utilisent la technique des établissements financiers pour titriser leurs portefeuilles de crédit avec une variante importante. Contrairement aux opérations de titrisation *cash* (cf. *infra*), que nous pourrions qualifier de « classiques », les opérations de titrisation dites « synthétiques », ou CDO, permettent à une banque de conserver juridiquement la propriété d'un portefeuille de créances, tout en transférant le risque de crédit à un certain nombre de parties tierces, par le biais de dérivés de crédit. Ce *collateralised debt obligation* (CDO) synthétique, permet à une banque de ne pas céder un portefeuille de créances et de se munir d'une protection sur ce dernier. Cette couverture est obtenue par la conclusion :

- d'un dérivé de crédit de rang senior 1, généralement avec une contrepartie bancaire et couvrant le portefeuille à hauteur d'environ 90 %,
- d'un dérivé de crédit de rang junior 2, généralement avec un véhicule *ad hoc* et couvrant le portefeuille à hauteur d'environ 10 %.

Dès lors l'ensemble du portefeuille est couvert. Le véhicule *ad hoc* émet plusieurs tranches de titres représentatives du risque pris auprès de la banque et adosse son engagement vis-à-vis de la banque avec des titres d'État. Les CDO synthétiques sont qualifiés de CBO (*collateralised*

³⁰ John Hull, *Options, Futures et autres actifs dérivés*, Pearson Education, 5^{ème} édition, 2004, p. 721.

bonds obligations) lorsque le portefeuille de créances est constitué de titres obligataires et de CLO (*collateralised loans obligations*) lorsque celui-ci est constitué de prêts³¹.

iv. ... permet aux banquiers seniors de mieux couvrir leurs risques

Cette combinaison permet à la banque prêteuse de mieux gérer ses portefeuilles de crédits de tailles significatives et de faire jouer les effets de la diversification : en somme, de couvrir ses risques. Cette diversification facilite l'émission de tranches dont les profils de risques de crédit sont variés. Ce panel de niveau de risque se retrouve dans la structuration de la dette senior sous la forme des tranches A, B et C, et est susceptible d'intéresser plusieurs catégories d'investisseurs souscripteurs.

Les banques proposent d'autre mode de financement aux holdings de reprise. Le crédit relais* offre de la souplesse aux opérations de LBO.

v. Le crédit relais donne de la souplesse financière à la cible

Le crédit relais est un crédit bancaire court terme, d'une durée de 6 mois au plus, dont les conditions d'obtention sont très proches de celles accordées à la dette senior. Il est accordé dans l'attente d'une remontée de *cash* de la cible qui ne peut avoir lieu qu'après le *closing**. Il permet donc de faire la jonction, d'harmoniser les flux entre les encaissements et les décaissements du holding.

8. Le rôle des dettes junior est primordial : elles offrent une souplesse supérieure à la dette senior.

Pour compléter ou alléger les contraintes de remboursement liées à la dette senior, les acheteurs font appel à des spécialistes du financement secondaire. Ces financements sont qualifiés de secondaires car leur remboursement est subordonné au remboursement de la dette principale, la dette senior. Cette nouvelle dette offre donc aux investisseurs une technique de financement supplémentaire. La dette junior est surtout utilisée dans les LBO importants, de plusieurs millions d'euros.

³¹ *Revue de Stabilité Financière*, RSF, n°4, publiée par la Banque de France, intitulée « Les dérivés de crédit, nouvelle source d'instabilité financière ? » datée de Novembre 2002.

Il existe deux formes de subordination des créances, l'une dite structurelle³², et l'autre dite contractuelle³³, chacune protégeant l'investisseur à des degrés divers que nous allons expliquer. Les « mezzaneurs » sont des fournisseurs de dettes dites « Mezzanines » car elles viennent compléter le passif du holding de reprise.

2.8.1 La mezzanine est une dette particulière qui permet de financer ce que les banquiers seniors ne souhaitent pas fournir. Elle permet de combler le passif.

i. Qui sont les mezzaneurs ?

La dette mezzanine correspond à un financement intermédiaire (en italien « mezzo » signifie « au milieu de ») entre la dette courante et les capitaux propres. Elle est remboursée après toutes les tranches de la dette senior. Elle est contractuellement subordonnée à la dette senior. C'est une dette non cotée, à l'inverse des High Yield Bonds* (HYB), qui est souscrite par des fonds spécialisés. Ainsi, BNP Paribas Leveraged Funds Group, par exemple, finalisait fin 2003 le lancement de son deuxième fonds spécialisés dans la dette mezzanine, pour un montant de 187,3 M€.

Ce fonds est structuré comme un CLO (cf. *supra*) et va émettre cinq tranches de titres sur le marché. Chaque tranche se verra attribué un *rating** par une agence de notation, duquel découlera un taux de rémunération. Des investisseurs pourront alors souscrire aux titres émis. Le marché européen de la mezzanine est en pleine croissance, plus de 1,1 Md€ ont été levés sur le premier semestre 2004³⁴ pour seulement 460 M€ sur l'année 2001. Bien que la taille des prêts reste relativement stable, ce sont leurs multiplications qui dynamisent le marché.

Les mezzaneurs ne sont pas des investisseurs mais des prêteurs. En tant que tels, ils attendent des fonds qu'ils mettent à la disposition des investisseurs une rémunération corrélée aux risques pris. Le mezzaneur accepte un risque intermédiaire, entre les fonds propres et la dette

³² La subordination structurelle établit la différence entre les créanciers chirographaires et les créanciers privilégiés. Ce sont des dispositions légales qui déterminent le niveau de subordination des différents créanciers.

³³ La subordination contractuelle introduit une notion de subordination au sein d'une même classe de créanciers. Par exemple, les dettes senior et mezzanines ont juridiquement (subordination structurelle) le même rang de subordination. Elles sont toutes deux des créances chirographaires ! Mais, les mezzaneurs acceptent par voie contractuelle (subordination contractuelle) de voir le remboursement des prêts qu'ils ont accordés être subordonné au remboursement d'un autre prêt, celui des prêteurs senior.

³⁴ Bfinance, « L'arrivée de nouveaux acteurs sur le marché du prêt mezzanine », septembre 2004

senior. Son rendement est plus élevé que celui de la dette bancaire puisqu'il est constitué d'un coupon, versé régulièrement ou capitalisé versé *in fine*, et d'une plus-value potentielle, basée sur l'exercice éventuel d'*equity kickers**. La mezzanine est donc une dette particulière, qui permet de faire la jointure dans les opérations de LBO lorsqu'ils manquent des capitaux d'emprunts que les banquiers seniors ne veulent pas apporter.

ii. Les rémunérations attendues par les mezzaneurs

La rémunération pour les prêteurs mezzanine est double. Comme pour tous prêts, les prêteurs vont recevoir des intérêts. Le niveau de marge appliqué à ce mode de financement est de l'ordre de 2,5 à 3,5% au dessus du taux choisit comme référence. Ce taux de référence peut être fixe (taux du marché monétaire) ou variable (PIBOR, LIBOR ou EURIBOR avec des échéances plus ou moins longues, comme, par exemple, 3 ou 6 mois). Le niveau de marge est une fonction croissante du montant mis à disposition du holding et de l'éloignement de l'échéance de remboursement. Au terme de la dette, le remboursement se fait soit *in fine*, soit étalé sur deux ou trois années, rarement plus.

La dette junior est spécifique car elle est généralement accompagnée par un *equity kicker* qui est une option d'accès au capital du holding de reprise. Attachée à la dette, il se matérialise le plus souvent par des bons de souscription* d'action (BSA), qui confèrent le droit, mais non l'obligation, à son possesseur de souscrire des actions, à un prix et dans une proportion prédéterminés au moment de la réalisation du montage. Le pourcentage de capital obtenu par l'exercice de ces BSA est variable et peut aller jusqu'à 15%. Le mezzaneur aura la possibilité, comme les investisseurs en capital, de revendre sa participation et ainsi réaliser une plus-value. Le mezzaneur est en quelque sorte un « hybride » entre un investisseur en capital et un prêteur.

La dette peut également revêtir la forme d'Obligations Convertibles en action (OC), et le remboursement, si les obligations sont converties, est effectué en actions du holding de reprise et non plus en numéraire. La parité de conversion est prédéterminée lors de la réalisation du montage. La conversion des OC s'accompagne d'un effet dilutif du pouvoir en place au sein de la *NewCo*.

Pour ce qui est de leurs rémunérations, les mezzaneurs raisonnent en TRI global, ils prennent en compte les intérêts reçus sur la dette obligataire et la plus-value potentiellement réalisable sur la cession future de leur participation. La rentabilité de leurs fonds doit se situer entre 10 et 15% au dessus des taux du marché monétaire sans risque. De la même façon que les investisseurs en capital, les mezzaneurs gèrent leurs portefeuilles de dettes avec des équilibres entre dettes risquées à fortes rémunérations et dettes plus sécurisées à rémunérations plus faibles.

Le nombre d'établissements à proposer ce type de produit croît régulièrement. Ceci s'explique par le fait que la rémunération totale, proche de 15%, est attrayante, bien que plus risquée que celle des financements classiques. Elle est même très proche du rendement d'un investissement en fonds propres classique. Cette dette, certes junior, offre des rendements supérieurs à ceux de la dette senior et proches de celui des marchés actions « traditionnels ». Ils sont couplés à un risque inférieur à un investissement en fonds propres. D'autre part, le risque est souvent minoré par l'utilisation de CDO comme produit de couverture.

iii. Le rôle de la dette mezzanine est primordial : elle complète la structure du passif.

Comme nous l'avons vu, la dette mezzanine a une fonction particulière : elle sert à compléter le financement en dettes que les banques n'ont pas voulu prendre en charge. Cette dette peut prendre la forme d'obligations convertibles ou d'Obligations à Bons de Souscription d'Actions (*equity kickers*). Plus risquée que la dette senior, elle offre une rémunération, supérieure aux tranches A, B et C, qui prend la forme d'un taux d'intérêt faible, d'un autre taux, capitalisé payé *in fine*, dénommé *Payment In Kind* (PIK*), et enfin d'une participation à la plus-value, grâce à la conversion (non systématique) des obligations ou l'exercice des bons au moment du débouclage de l'opération.

Cette dette répond à un problème posé par les actionnaires et les banquiers ? Alors que les premiers ne souhaitent pas injecter trop de fonds propres dans l'opération pour maximiser leur effet de levier financier et fiscal, les seconds veulent minimiser leur risque d'illiquidité et minorer le *gearing**. Dès lors comment trouver un juste milieu entre un risque insupportable et un ROE alléchant ? La mezzanine ne répond-elle pas aux préoccupations des deux parties ? Souscrire une dette mezzanine offre un levier supplémentaire aux investisseurs et est

une ressource moins chère que les fonds propres. Son utilisation est donc très intéressante pour un LBO. Enfin, sa subordination à la dette senior rassure les banquiers. Elle est le résultat d'un compromis entre actionnaires et prêteurs qui est sécurisé par l'instauration de clauses contractuelles. La clause de *claw-back*, par exemple, stipule que les mezzaneurs s'engagent à reverser aux banquiers seniors toutes les sommes qu'ils auront pu percevoir tant que le service de leur dette senior n'aura pas été totalement assuré.

2.8.2 Les dettes *High Yield* offrent une autre source de financement intéressante pour les gros LBO.

i. Description, objectifs et intérêts.

Cette dette obligataire, cotée, à haut rendement (*High Yield Bond* ou HYB) est couramment utilisée dans les très gros LBO, supérieurs à 2 Md€, pour apporter de la liquidité aux investisseurs. Ce phénomène est assez récent puisque Néopost fait figure de pionnier. Il fut le premier LBO français (1997) à comporter une tranche de HYB pour financer un LBO secondaire de 405M€. En 1999, BSN Glasspack a renouvelé l'expérience³⁵. Se financer par des HYB fait donc son chemin.

Le tableau suivant présente les plus grosses émissions de HYB pour des LBO français.

Date	Cible	Montant (M€)	Rendement	Maturité (en année)
août-03	BSN Glassbpack	160,0	9%	6
févr-03	Légrand	627,5	11%	10
juil-02	Antargaz	165,0	10%	9
août-99	Giraudy	100,0	Bund + 584 bp	10
juil-99	BSN Glasspack	180,0	Bund + 560 bp	10
sept-97	Néopost	76,3	Euribor + 237 bp	10

Source : Capital Finance, *LBO, la nouvelle donne*, novembre 2003, p29

Mais quelles sont les caractéristiques de cette dette ? Elle est remboursable *in fine* à 8-10 ans, est garantie par un nantissement de second rang des titres de la cible, et est subordonnée aux autres dettes. Enfin, en France, elle offre une rémunération de 700 à 1200 bp au dessus de

³⁵ Capital Finance, *LBO, la nouvelle donne*, novembre 2003, p28.

l'Euribor en moyenne Selon l'index établi par Merrill Lynch Euro High Yield, les performances de HYB sur l'année 2003 sont de 26,4% pour le marché européen. Ce taux est très élevé. Il est à la hauteur des risques pris.

En terme de volume, les émissions du premier semestre 2004 égalisent presque la totalité de celles de 2003 (23,6 Md€) avec une valeur de 21,9 Md€. La justification de leurs hauts rendements provient du fait que les agences de notation (Standard & Poor's, Fitch et Moody's) leur attribuent des notations inférieures ou égale à BB ou Ba2³⁶, *rating* correspondant au *speculative grade* (ou *non investment grade*). Cette notation reflète un risque de défaut important de la part de l'émetteur, supérieur aux obligations *investment grade*. Ces dettes correspondent bien aux opérations de LBO et conviennent mieux aux entreprises, qui pourraient avoir des difficultés de trésorerie en début d'opération, que les dettes bancaires classiques sujettes à un amortissement progressif.

A ce service de la dette bien adapté aux opérations de *buy-out*, s'ajoute un intérêt majeur pour les investisseurs. Les HYB ne sont pas liés à des *warrants* (ou bons de souscription). Les financiers ne courent pas le risque de se diluer.

2.8.3 Le coût de l'emprunt permet d'arbitrer entre la mezzanine et les *High Yield Bonds*.

Ces financements, bancaires d'un côté, de marchés de l'autre ont chacun leurs avantages et leurs inconvénients. Si le groupe Legrand / Wendel, par exemple, a opté pour un financement sous forme de HYB dans le cadre de son LBO entamé en février 2003 c'est parce que seuls les marchés pouvaient répondre aux 600 M€ demandés. Alors que les mezzanines sont plafonnées, de fait, à 500 M€.

D'autre part, l'appel aux marchés semble être moins onéreux que le financement mezzanine. Sur les marchés, les *spreads* observés sont de l'ordre de 300 à 800 points de base au dessus de la courbe des OAT*. Il faut ajouter à ces marges, 2% à 3% des montants levés en guise de frais de souscription. Un financement mezzanine est accompagné de BSA dilutifs et de *covenants* plus lourds que pour les HYB. L'octroi de prêts mezzanine s'accompagne de clauses de maintien de certains ratios financiers alors que les HYB ne prévoient que des engagements stipulants de ne pas emprunter au-delà de certaines limites (*Incurrence-base*

³⁶ Nous utilisons les échelles de notation des trois principales agences : Moody's, Standard & Poor's et Fitch. Le seuil du *speculative grade* se situe respectueusement pour ces agences en dessous des notations Ba1, BB1 et BB+.

covenants). Autant de points gênants qui poussent les investisseurs à se diriger plus aisément vers les marchés financiers. Ces HYB offrent une souplesse et une facilité d'utilisation que la mezzanine n'offre pas. Ils sont devenus une véritable alternative à la mezzanine.

Afin d'illustrer l'ensemble des informations que nous avons pu fournir jusqu'à maintenant, nous présentons dans l'exemple ci-dessous l'interaction entre les différents intervenants du LBO exceptionnel en cours sur la société Legrand. En effet, les montants en jeu sont hors norme.

9. Illustration des différents modes de financement à partir du LBO sur Legrand.

Débuté en mars 2002, et après de nombreux rebondissements³⁷ ce LBO est l'un des plus importants réalisés en Europe. Il porte sur 3,7 Md€. Il permet le rapprochement entre le leader de l'appareillage électrique et Schneider Electric. Wendel et KKR sont les financiers qui ont organisé cette opération. Ils se sont appuyés sur une syndication bancaire composée de CSFB, Royal Bank of Scotland et Lehman Brothers. Ils ont souscrit la totalité de la dette senior (1,84 Md€). Ce montant est très important. Le financement a été complété par une émission de HYB, elle aussi exceptionnelle, pour 600 M€.

Structure financière du holding de reprise de Legrand

Rachat	Financement	Montants	Marges facturées
98% du capital + Dette existante	Apport en capital	1 765	
	Crédit vendeur	150	5,50%
	HYB	600	10,5% à 11%
	Dette senior	1 840	2,25% à 2,75%
	Dette existante	560	
Total	4915	Total	4 915

Source : *Option Finance*, mars 2003

Explication du mode de financement.

³⁷ L'affaire de la fusion des électriciens Schneider Electric et Legrand débute en janvier 2001 par l'annonce du rapprochement des deux géants. En octobre de la même année, la Commission Européenne de Bruxelles refuse, après consultation du Comité des Concentrations, la fusion. Ce refus, pour cause de monopole (position dominante et concurrence faussée), intervient alors que Schneider détient plus de 98% du capital de Legrand suite à l'offre publique d'échange (OPE) initiée par Schneider. Après s'être vu refuser une fusion avec Schneider Electric, la Commission de Bruxelles valide un accord de reprise de Legrand par le groupe Wendel. Legrand a finalement fait l'objet d'un LBO par Wendel KKR fin 2002. Il semblerait que l'affaire ne soit pas arrivée à son terme, puisque l'accord de Bruxelles aurait été annulé par le tribunal suite à des erreurs commises par la Commission Européenne.

Afin de faire jouer l'effet de levier social, les managers de la cible ont été associés au rachat de la société. Ils ont investi 6 M€ et se sont vus attribués des options indispensables à leur implication. Les deux plus importants investisseurs financiers ont injecté chacun 37,4% du capital.

Nous observons en premier lieu que le levier n'est pas exceptionnel. Il est de 39% environ $(1765 + 150) / 4915$. Le crédit vendeur est considéré comme des quasi-fonds propres. La taille de l'opération et les risques inhérents à son montage ont certainement poussé les financiers à une certaine prudence.

Aucune dette mezzanine n'a été mise en place. Les intervenants lui ont préféré des HYB, car ce mode de financement permet de lever plus de fonds sur le marché à un prix inférieur à celui facturé par les mezzaneurs (proche de 15%). Enfin, la mezzanine aurait permis un accès au capital du holding que les financiers souhaitaient certainement éviter afin de ne pas trop se diluer et réduire l'effet de levier.

Comment la société Legrand a-t-elle été valorisée ?

L'entreprise a été valorisée selon deux méthodes très utilisées:

- les comparables boursiers (1)
- et l'actualisation des flux de trésorerie disponibles (2).

Nous n'avons pas évoqué au cours de ce mémoire la première méthode qui est bien connue des financiers. Nous ne ferons que la « survoler » car son principe est très simple.

- 1) Elle consiste à appliquer des multiples de sociétés comparables aux données financières de Legrand. Il faut trouver une société (ou un échantillon de sociétés) du même secteur d'activité et de la même taille ou créer des agrégats observés dans le secteur de l'appareillage électrique (Cooper Industries Inc, Schneider Electric SA, Hubbel Inc...). La constitution de référents est la difficulté majeure de cette méthode. Le tableau ci-dessous issu de la note COB, présente les multiples obtenus :

	Economic Value / Ebitda		Economic Value / Ebitda	
	2002	2003	2002	2003
Moyenne des multiples de l'échantillon	9,1	8	12,9	11,3

Appliqués à Legrand, ils valorisent l'actif économique de la société entre 4,4 et 4,9 Md€, les fonds propres représentent alors entre 3,3 et 3,9 Md€. L'opération montre qu'ils ont été achetés pour 3,7 Md€ qui est la moyenne des comparables obtenus.

- 2) **L'actualisation des FCF** présentée en début de deuxième partie, cette méthode permet de déterminer la valeur intrinsèque de l'actif économique de Legrand. Dans le cas de Legrand, les flux générés par l'actif économique (*Free cash flows*) ont été actualisés sur 10 ans avec un coût du capital compris entre 8,25 et 9,25%. Ce coût de l'actif (K_{ae}) a été obtenu de la manière suivante :

$$K_{ae} = R_f + \beta_{ae} \times (\text{Prime de risque})$$

$$K_{ae} = 4,8\% + 0,9 \times [4,9] = 9,21\%$$

La détermination de la valeur terminale fut basée sur un multiple d'EBITDA* annuel compris entre 6 et 12. Il correspond à un taux de croissance à l'infini de 1,3 et 3,9% (pour la méthode de Gordon & Shapiro - Cf début 2^{ème} partie du mémoire).

Ces fourchettes d'estimations permettent de déterminer une fourchette de prix. La fixation du véritable prix de transaction résulte ensuite de négociations entre acheteurs et vendeurs. Signalons que nous observons ici un point important évoqué précédemment : la valeur terminale représente une part très importante de la valeur de l'AE. Ici elle équivaut à 60% de l'actif.

La méthode DCF fait apparaître une valeur d'entreprise comprise entre 4,435 et 5,646 Md€. Les financiers ont retenu une valeur de 4,915 Md€ égale à 3,7 Md€ (*equity*) + 1,215 Md€ (dettes).

Les fonds propres vaudraient entre 3,501 Md€ et 4,712 Md€. Les financiers ont retenu une valeur de 3,7 Md€.

III – ANALYSE DES FACTEURS D'ECHEC ET DE REUSSITE DES MONTAGES LBO

1. LA SORTIE DETERMINE LA REUSSITE DU LBO, ELLE DOIT ÊTRE ENVISAGEE DES LE DEBUT DU MONTAGE

Le problème de la sortie des investisseurs est une donnée essentielle des opérations de LBO puisqu'ils doivent être en mesure de concrétiser leurs plus-values en cédant les titres de la société cible. Plusieurs sorties s'offrent à eux : l'introduction en bourse, la cession industrielle, le LBO secondaire ou encore lorsque l'opération est un échec, la faillite.

3.1.1. Aujourd'hui les sorties boursières sont difficiles, le marché français n'est pas suffisamment profond

L'introduction en Bourse (ou IPO* pour *Initial Public Offer*) a été longtemps considérée comme un excellent mode de sortie de LBO. Les niveaux record atteints par les marchés au cours des années 1999-2000 laissaient augurer de fortes valorisations, des plus-values alléchantes et des TRI impressionnants. Jusqu'à la crise des marchés boursiers de 2000–2001, la bourse offrait, en général, de bonnes valorisations. Les avantages de ce type de sortie étaient nombreux :

- le *timing* d'introduction était relativement rapide,
- la notoriété acquise était forte,
- les *due diligences* étaient plutôt limitées,
- le management était motivé par ces sorties car elles permettaient d'exercer facilement les bons de souscription.
- de plus, à défaut d'une sortie totale (100% des participations), la bourse offrait la possibilité de sorties partielles (50% à 60% du capital),
- enfin, cette IPO* permet à l'entreprise introduite de bénéficier d'un accès aux capitaux, indispensables à un renforcement de ses fonds propres ultérieurs.

Dès 1996, date de création du Nouveau Marché, d'aucuns auraient pu escompté que l'instauration d'un « NASDAQ à la française » puisse faciliter les sorties boursières pour les LBO. Mais l'effondrement de ces mêmes marchés, suite à l'éclatement de la bulle internet, a

rendu ces sorties très difficiles. Il n'est qu'à voir l'état actuel des grands indices pour se rendre compte des faibles valorisations potentielles lors de sorties boursières. Le marché n'accepterait pas d'absorber une entreprise à des prix très intéressants pour les vendeurs. Les marchés sont devenus méfiants et compliquent le travail des investisseurs. Aussi, préfèrent-ils maintenant des cessions industrielles « classiques ».

3.1.2. Les cessions industrielles restent la norme

La cession industrielle est la sortie la plus « classique » pour un investisseur. Elle est la voie royale pour les fonds d'investissement qui cherchent à céder la totalité de leurs participations et à ne pas rester collés à leurs investissements. Cette vente en bloc à un industriel présente plusieurs avantages majeurs puisque :

- elle concerne l'ensemble des titres détenus par les financiers et/ les repreneurs.
- Ils bénéficient, en général, d'une excellente valorisation. Celle-ci est le fait des synergies futures escomptées par l'acheteur, créées par le rapprochement de la société achetée et acheteuse. L'enjeu stratégique pour l'acheteur le pousse parfois même à payer un prix très nettement supérieur à la valeur de l'entreprise. Le *goodwill** revient au vendeur, et il peut le payer cher ! Ces bonnes valorisations sont liées à une bonne connaissance du marché par l'acquéreur qui connaît, en théorie, les synergies et la création de valeur qu'il pourra générer, à l'issue du rapprochement. Plus le *goodwill* payé par l'acheteur est élevé, plus le TRI du FCPR est conséquent.
- Le management est aussi intéressé par ce type de cession car il reste souvent en place pour continuer à gérer de façon dynamique la société vendue.
- Pour l'entreprise cédée, l'intégration dans un groupe apporte un véritable adossement stratégique indispensable à une évolution sécurisante.

Malgré toutes les qualités inhérentes d'une société ayant fait l'objet d'un LBO : rentabilité et visibilité correctes, position de niche sur un marché porteur notamment, toutes ne trouvent pas d'industriels intéressés par un rachat.

Puisque la bourse n'est pas suffisamment liquide et les acheteurs industriels très, voire trop, sélectifs, que peut devenir une société bien gérée aux *returns* alléchants ? Elle peut faire l'objet d'un LBO secondaire, d'un LBO sur LBO !

3.1.3. Les LBO secondaires se développent

Les fonds de LBO ne peuvent rester plus de 5-7 ans avec leurs investissements sans en concrétiser les plus-values. Aussi, dans le contexte évoqué de frilosité industrielle et d'atonie boursière, les fonds de LBO, soumis à une véritable contrainte de liquidité et de TRI, doivent céder leurs titres. Les LBO sur LBO leur offrent alors une porte de sortie.

i. Le marché des LBO secondaires.

Ces LBO secondaires, souvent dénommés, *secondary buy-out*, se développent. Certains d'entre eux ont tenu le devant de la scène. En 2002, Elis a fait l'objet d'un LBO secondaire pour une valeur de 1,5 milliards d'euros et Actaris, en 2003, pour 420 millions d'euros. Nous avons même observé des LBO tertiaires sur Lampes Berger en 2002 ou Frans Bonhomme en 2003 (540 millions d'euros). Le phénomène prend de l'ampleur ! Il pousse à se demander si ce type d'opérations est une réponse circonstanciée aux difficultés précédemment évoquées de liquidité du marché ou plutôt un facteur durable sur le marché du capital investissement français ? Qu'apportent ces LBO secondaires ? Quels sont les bénéfices et les risques associés à ces montages ? Autant de questions auxquelles nous devons tenter d'apporter une réponse.

En premier lieu, examinons le marché des LBO secondaires dans le capital investissement. Quelques chiffres clefs vont permettre de le cerner.

Entre 1999 et 2003, les LBO secondaires ont représenté une part significative du nombre des opérations de LBO. Ils représentent 21% du nombre total des investissements et 32% du nombre total des cessions.

Phénomène récent, le LBO secondaire est désormais considéré comme un facteur de liquidité et d'efficience du marché. Il semble même que les fonds révisent leur position de principe. Jusque-là peu enclin à faire ces LBO secondaires, ils semblent reconnaître que ces transactions sont de véritables opportunités d'investissement, des sorties à part entière et non plus des opérations « par défaut », bradées.

ii. La multiplication des fonds dédiés à effets de levier favorise les LBO secondaires

Ces LBO secondaires ne trouvent pas leur explication que dans des sorties boursières et des cessions industrielles difficiles. Le phénomène est plus complexe et plus large. Il est lié à une tendance de fond de l'organisation de ce marché : l'augmentation du nombre de fonds actifs dans les opérations à effets de levier, ainsi que l'accroissement des fonds disponibles (250 milliards d'euros sont à investir pour environ 450 sociétés de gestion dans le monde). Les institutionnels allouent de plus en plus d'actifs vers le capital investissement. Cette séduction du *private equity* s'explique par un rendement annuel observé du « non coté » supérieur de cinq points en moyenne sur le long terme par rapport au « coté » ! Les performances du capital investissement en France montre que le rendement sur le long terme des marchés boursiers a été en moyenne de 12%, alors que la rentabilité du capital investissement s'établit entre 17 et 18% sur la même période.

Enfin, deux informations importantes sont à prendre en considération : d'une part, les fonds doivent souvent réaliser les dernières lignes de leurs portefeuilles avant de pouvoir lever un nouveau véhicule d'investissement³⁸, et, d'autre part, la motivation des managers des sociétés sous LBO peut être très forte pour poursuivre leur association avec de nouveaux partenaires financiers, dans le cadre d'un nouveau projet rémunérateur, au sein d'une entreprise qu'ils connaissent.

iii. Les LBO secondaires ne concernent que des sociétés ayant fait la preuve de la qualité de leur gestion.

Par définition, les LBO secondaires ont lieu sur des sociétés ayant déjà vécu un LBO. Aussi, le capital et la dette sont moins sujets à risques. L'entreprise et l'équipe dirigeante ont déjà fait leurs preuves lors du LBO primaire. La société a démontré sa capacité à rembourser la dette d'acquisition sur des *cash flows* avérés et a mis en place un système de contrôle et de suivi rigoureux de gestion adapté aux exigences des actionnaires et des banquiers. Enfin, le management sait gérer le partenariat avec les financiers.

En somme, le processus de cession est mieux préparé, plus structuré et mieux documenté. Pour ces mêmes raisons, le profil de risques est également plus favorable dans un LBO

³⁸ Cf Etude publiée par l'AFIC et Ernst & Young en 2003 : « LBO secondaires : relais pour la création de valeur ou phénomène d'opportunité ? »

secondaire que dans un LBO primaire pour les banques prêteuses, qui peuvent favoriser un levier financier supérieur.

Les LBO secondaires reposent sur un projet différent de celui des LBO primaires. En effet, une opération de LBO secondaire n'a véritablement de sens que si elle repose sur un nouveau « projet fondateur » basé sur une stratégie de croissance. Dans ce cas, le LBO secondaire présente un potentiel de création de valeur équivalent à celui d'un LBO primaire.

Sans cette stratégie, comment valoriser au mieux la sortie de ce LBO secondaire ? L'entreprise doit être en mesure soit de créer à nouveau de la valeur, soit de poursuivre le processus de création de valeur enclenché dans le LBO primaire. Cet enrichissement n'est pas aisé à générer car lors du premier LBO la société cible a déjà été expurgée de ses difficultés de gestion. En théorie, l'intéressement du management a déjà pleinement joué et la discipline de la dette a déjà porté ses fruits en terme de structuration du cycle d'exploitation et de croissance des *cash flows* libres. Le management a dû veiller très attentivement à la maîtrise des charges et au maintien, voire au développement, des produits d'exploitation. Par conséquent, la probabilité de découvrir, post-transaction, de bonnes surprises, des gisements de rentabilité sous-estimés ou non encore exploités, est quasi nulle.

iv. Un nouveau projet d'entreprise peut motiver un LBO secondaire.

Dès lors il est indispensable de réinsuffler un nouveau dynamisme au sein de la cible au travers d'un nouveau projet fondateur. Il peut se décliner selon diverses stratégies :

- consolidation industrielle,
- expansion géographique,
- attaque d'un nouveau segment de marché, d'un nouveau canal de distribution, etc.

Il est donc très compréhensible qu'avant d'envisager un LBO secondaire, il faille veiller à ce que la cible respecte quelques critères qualitatifs essentiels :

- le LBO primaire doit avoir été un franc succès,
- l'entreprise doit être inscrite dans une dynamique positive, tant en ce qui concerne ses paramètres de marché que ses résultats et son management,
- elle doit avoir des projets de développement qui permettent de constituer une ligne stratégique créatrice de valeur,

- enfin, sa position sur son segment doit lui conférer une valeur durable indispensable pour envisager une sortie industrielle ou une introduction en bourse.

Comme nous venons de l'indiquer, la société candidate à un deuxième LBO, et son management, ont démontré leur capacité à fonctionner de façon autonome et à générer des *cash flows* suffisants pour permettre de rembourser la dette de la première opération. Les risques « classiques » liés au premier LBO sont donc très atténués. En revanche, si la crainte du remboursement de la dette a quasiment disparu, un rapport de l'AFIC, réalisé auprès de 37 fonds de LBO secondaires et banquiers spécialisés, insiste sur la « difficulté d'atteindre un niveau de TRI élevé ».

v. La motivation du management est-elle émoussée ou suffisamment forte pour un LBO secondaire ?

L'une des données majeure liée à la réussite du LBO secondaire réside dans la compétence de l'équipe dirigeante, comme nous l'avons signalé. Mais après un premier LBO, sa motivation est-elle toujours aussi vivace ?

En réalité, la difficulté semble accrue dans le cadre d'un LBO secondaire puisque le management s'est souvent déjà constitué un patrimoine à l'issue du LBO primaire. L'appât du gain est donc moindre et les BSA moins alléchants !

Par conséquent, il est aisé de comprendre que le potentiel de création de valeur est globalement jugé plus faible par les professionnels, en termes purement financiers, dans un LBO secondaire que dans un LBO primaire.

vi. Les LBO secondaires ont-ils un avenir ?

Les LBO secondaires sont, à ce jour, encore peu nombreux, mais l'état des marchés financiers pourrait certainement lui laisser augurer un avenir prometteur. Dans cette optique quelques évolutions juridiques sont proposées par les professionnels du *buy-out* qui sont valables pour les LBO primaires et secondaires. L'assouplissement, voire l'abrogation, de l'amendement Charasse, jugé anti-économique, est réclamé chaque année par l'AFIC. Elle considère qu'elle obère le développement de la transmission de PME familiales. L'autorisation de la fusion

rapide entre le holding d'acquisition et la société cible pourrait faciliter la prise de garanties et positionner la dette dans la même entité que les *cash flows*. La gestion s'en trouverait facilitée. Enfin, l'utilisation de la trésorerie de la cible devrait être autorisée !

Ces points simples, faciles à adopter, sont souvent appliqués dans les autres pays industrialisés. Leur adoption faciliterait le développement des LBO secondaires mais aussi primaires. Le marché deviendrait plus liquide, les sociétés pourraient être cédées plus facilement. Enfin, les fonds, conscient des facilités de sorties, injecteraient plus de capitaux dans le haut de bilan des entreprises françaises.

Si nous avons évoqué les LBO secondaires, le lecteur doit garder à l'esprit qu'ils ne sont qu'une technique pour amener l'investisseur vers la « sortie », c'est-à-dire la cession de ses participations dans le holding de reprise. Comme à la fin d'un LBO classique, le LBO secondaire pourra faire l'objet d'une cession industrielle par exemple, d'une IPO, ou, à défaut, être l'objet d'un nouveau LBO : un LBO tertiaire !

3.1.4. L'échec du LBO est synonyme faillite !

Le dernier type de sortie possible, pour les investisseurs, qu'ils soient financiers ou repreneurs, est la faillite. Bien sûr, c'est une sortie subie.

Elle signifie pour les financiers la perte de la totalité de leur investissement. En tant qu'actionnaires, les risques sont pour eux maximums et les pertes, les plus lourdes. Pour les banquiers prêteurs (senior, mezzaneurs et/ou obligataires), le résultat est quasiment similaire. A la différence des investisseurs en capitaux propres, les banquiers senior essentiellement, ont récupéré une partie de leurs capitaux, lors des premières échéances de remboursement du holding. Les mezzaneurs et les obligataires, si les intérêts de leurs prêts n'étaient pas versés *in fine*, ont eux aussi pu recouvrer une part des sommes mises en jeu. Cette fraction reste relativement faible comparée aux apports initiaux. En plus de ces recouvrements partiels, les créanciers peuvent espérer percevoir un dédommagement sur les liquidités dégagées par la liquidation judiciaire de l'entreprise cible. Nous rappelons au lecteur que les banquiers sont des créanciers chirographaires. Ils ne seront indemnisés qu'après les créanciers privilégiés, l'Etat et les salariés.

Mais ce sont certainement les managers repreneurs les plus mal lotis en cas de dépôt de bilan de l'entreprise. En plus de perdre les capitaux qu'ils avaient investis en tant qu'actionnaires repreneurs, ils perdent également leurs emplois.

Lorsque la société cible n'a pas été en mesure de respecter ses obligations de distributions de *cash flows* au holding, la sanction est sans appel : l'ouverture d'une procédure collective qui débouche soit sur un plan de continuation dans le meilleur des cas, soit sur un plan de cession.

Avant d'en arriver à ce stade, l'entreprise cible est confrontée à des difficultés de gestion quotidienne. Dans la partie suivante, nous nous proposons de décrire les principales sources de difficulté de l'*OpCo*, et de voir quelles pourraient être les comportements à tenir pour en sortir.

2. ANALYSE DES CAUSES DE DEFAILLANCES DES LBO. QUELLES SOLUTIONS PEUVENT ÊTRE APPORTEES ?

Comme nous l'avons vu tout au long de ce mémoire, les conditions à respecter pour réussir un LBO sont nombreuses. Il faut que chaque effet de levier puisse fonctionner sans mettre l'entreprise en difficulté. Ainsi l'effet de levier financier, donc l'importance de la dette, ne doit pas faire courir de risque de liquidité à la cible. Mais quels sont les symptômes d'une opération en difficulté, et quelles sont les solutions à mettre en place ? Les obstacles rencontrés ont essentiellement trois origines : financières, économiques ou humaines. Ces difficultés peuvent, dans l'ensemble, toutes être surmontées si la réactivité et la capacité d'adaptation des intervenants sont énergiques et motivées.

3.2.1. Les difficultés économiques et financières : lorsque les dettes asphyxient le holding

Les difficultés financières concernent le holding de reprise, dont le montage financier peut n'être pas adapté. Le poids de la dette peut être trop important et capter trop de *cash* émanant de la cible, celle-ci ne peut alors plus financer ses investissements ou la croissance de son

BFR. A l'inverse, si le holding ne remonte pas assez de *free cash flows*, le service de la dette ne peut être assuré.

Les financiers peuvent avoir été trop gourmands et désireux de bénéficier d'un effet de levier excessif. La gestion actif/passif défaillante signifie que l'EBE financier est beaucoup trop lourd par rapport à l'EBE économique. Cette erreur de gestion peut être due à des audits mal effectués, une mauvaise compréhension du marché de la cible, un retournement brutal de la conjoncture ou encore à un effet de levier social inopérant. En somme, la cible ne générerait pas de *cash* suffisant. Le service de la dette deviendrait asphyxiant.

3.2.2. Les problèmes managériaux

Comme nous l'avons signalé, les LBO sont basées sur des audits importants. La cible et son secteur d'activité sont rarement mal cernés. Les problèmes de gestion sont plutôt liés à des difficultés humaines. Le cas des LBO est certainement plus révélateur. Ainsi, lors de la mise en place du montage, l'équipe de gestion peut être « parachutée » dans la cible sans une maîtrise aboutie du secteur. Les LMBI sont plus risqués que les LBO. L'importance de l'effet de levier social apparaît clairement. Il faut absolument que le management investisse en fonds propres dans le holding et se sente véritablement impliqué dans l'opération. L'appât du gain doit donc être un véritable moteur pour une bonne gestion.

Heureusement les échecs des opérations de LBO sont rares. Les TRI qu'ils génèrent le prouvent. Analysons la création de valeur générée par ces opérations de *buy-out*.

3. L'IMPACT EX POST DES LBO

Les LBO créent-ils de la valeur ? Jusqu'à maintenant nous avons expliqué quelles étaient les conditions à respecter pour réussir les opérations de LBO. Le choix d'une cible rentable, l'utilisation des mécanismes juridiques et fiscaux particuliers, un financement adapté et enfin une collaboration étroite entre dirigeants et financiers sont les ingrédients d'une réussite rémunératrice.

Les LBO créent-ils de la valeur ?

Nous n'esquiverons pas une réponse à cette question compliquée. Mais pour apporter une nouvelle pièce au dossier du rendement du *buy-out*, nous souhaitons aborder un point central : la perception du LBO par la théorie financière. Cette première partie sera donc centrée sur les travaux de Jensen et l'intérêt du LBO pour réduire les conflits d'agence. Cette analyse permettra de montrer l'intérêt et la spécificité très forte de ces opérations. Nous verrons ensuite si la structure des LBO permet de créer de la valeur. L'analyse des TRI générés permettra d'y apporter une réponse sans équivoques.

A- LE LBO PEUT-IL ÊTRE UNE SOLUTION AUX CONFLITS D'AGENCE ?

3.3.1 Les LBO sont une structure optimale, indispensable pour résoudre les conflits destructeurs de valeur. Analyse du *free cash flow*.

La technique du LBO utilise un endettement très élevé pour financer son actif. La dette se situe au cœur du débat qui nous intéresse. En 1986, Jensen analysait l'impact d'un endettement très fort pour chercher à en comprendre les impacts sur les différents intervenants des LBO. Il formulait sa fameuse théorie du *free cash flow*. Elle va éclairer notre propos puisqu'elle montre les solutions que la dette peut offrir aux conflits d'agence. Le rôle vertueux qu'elle attribue à la dette est très intéressant pour un LBO.

i. Les sources du conflit entre managers et actionnaires.

Même si les managers sont les « agents » des actionnaires, qui sont les propriétaires de l'entreprise, tous recherchent trop souvent à satisfaire leurs intérêts propres. Ces intérêts peuvent même être divergents. Il existe un conflit important entre ces acteurs. Il porte surtout sur les stratégies d'entreprise et les options financières à prendre. Nous allons voir que la gestion financière cristallise ces divergences et engendre des coûts d'agence que le recours à la dette, et donc à une structure de type des LBO, permettra de résorber voire de résoudre.

Posons les bases du débat.

Les managers préfèrent financer la croissance de l'entreprise qu'ils dirigent par un recours massif à l'autofinancement, car cette ressource a un coût apparent nul et est « simple » à trouver. A l'inverse, il est beaucoup plus compliqué et lourd pour des gestionnaires de faire appel aux actionnaires pour financer un actif. Il faudrait mettre en place une augmentation de capital difficile et longue à réaliser.

Le point de vue des actionnaires est totalement différent. Ils considèrent qu'une gestion saine consisterait à distribuer la totalité des dividendes potentiels après chaque clôture d'exercice puis à procéder à des augmentations de capital très ciblées, destinées à financer un projet particulier dont le risque et l'espérance de rentabilité peuvent être cernés correctement.

Ces divergences de vues peuvent faire apparaître de véritables tensions entre dirigeants et actionnaires. Elles ont un coût. Quels sont-ils ? Ce sont des coûts de contrôle ou *bonding costs*. Ils peuvent être chiffrés en fonction de la taille de l'entreprise car ils se matérialisent par des audits financiers demandés par les managers par exemple. Ces conflits ont un autre coût beaucoup plus difficile à cerner mais bien réel : les pertes d'efficacité ou pertes d'opportunités que subit l'entreprise tant que ces conflits ne sont pas résolus. Une société au sein de laquelle le climat social n'est pas serein n'est pas toujours à même de prendre les virages stratégiques nécessaires, de conquérir ou décrocher les marchés importants.

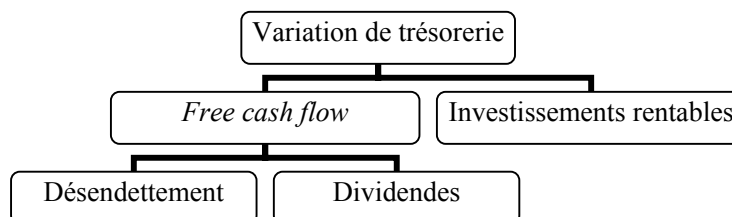
Jensen a proposé une solution à ces conflits basée sur la dette et ses vertus curatives. Les structures très endettées comme les *buy-out* peuvent atténuer les coûts d'agence au sein des entreprises qui dégagent des *free cash flows* importants.

ii. La distribution de *free cash flow* est impérative

Pour qu'une société gère efficacement ses flux et maximise sa valeur, le *free cash flow* doit être distribué aux actionnaires plutôt qu'être conservé dans l'entreprise et venir gonfler les capacités d'autofinancement de la société.

Nous avons vu que les actionnaires préfèrent que le résultat soit totalement distribué (POR = 100%) et que les dirigeants procèdent à des augmentations de capital très ciblées et identifiées, destinées à financer des projets bien spécifiques pour lesquels les TRI sont identifiables. Bien sûr, ceci se produit très rarement puisque les managers préfèrent conserver les liquidités générées par le cycle d'exploitation au sein de la société plutôt que de les distribuer.

Le schéma suivant illustre les alternatives qui se présentent au management disposant de trésorerie.



La rétention de ces liquidités donne aux managers une certaine autonomie à l'égard des marchés financiers et des actionnaires. Ils n'ont pas à lever de capitaux. Ils préfèrent donc une trésorerie excédentaire, et une indépendance, une autonomie forte à l'égard des actionnaires et des marchés.

A l'inverse, si les dirigeants distribuaient leurs excédents de liquidités aux actionnaires, friands de dividendes, ils devraient se financer sur les marchés pour se voir confier des fonds indispensables au financement d'opportunités clairement définies. Lorsque l'ensemble des dividendes potentiels est distribué, les actionnaires ont donc un véritable moyen de contrôle sur les managers. En somme, ils sont soumis à un contrôle des marchés.

« En contraignant les dirigeants à verser aux actionnaires une fraction des résultats réalisés, la politique de dividendes est un moyen de les « discipliner » et de les contraindre à intégrer dans leur raisonnement l'intérêt des actionnaires »³⁹.

iii. Le rôle de la dette est primordial.

Cette bataille pour le *free cash flow* met en lumière le rôle fondamental de la dette dans une structure LBO. Elle garantit de manière efficace l'engagement des managers à distribuer une proportion non négligeable des flux futurs pour que le holding assure le remboursement et le paiement des intérêts de ses dettes.

La dette apparaît comme un substitut réel pour les dividendes. Elle réduit tout simplement le conflit d'agence en réduisant le *cash flow* disponible à la discrétion de la direction.

³⁹ *Finance d'entreprise*, p781

Le statut contractuel de la dette est tout aussi important puisque le non respect du contrat signé peut être dramatique pour la société. Le banquier peut enclencher une procédure collective pour récupérer son capital. La dette contraint à distribuer le *free cash flow* aux créanciers de l'entreprise. Il agit comme un véritable couperet. « *Equity is soft, debt hard* ». Dans une opération de LBO où la dette représente jusqu'à 75% de l'actif, la gestion financière doit être des plus serrée. C'est cette rigueur qui est créatrice de richesse. Elle oblige les dirigeants à être particulièrement performants.

L'analyse⁴⁰ de la performance post rachat de 48 MBO réalisés entre 1980 et 1986 aux Etats-Unis le montre.

iv. Analyse de l'évolution de 48 cibles rachetées par LBO entre 1980 et 1986.

L'effet bénéfique de la dette sur les conflits d'agence et la bonne gestion de la société, ou du groupe (cible + holding) de reprise, est validé par des études empiriques. Pas moins de 48 sociétés rachetées sous forme de LBO ont été analysées aux Etats-Unis entre 1980 et 1986. Les analyses qui en ressortent confirment les travaux théoriques de Jensen puisque suite à leurs rachats, les cibles sont mieux gérées, mieux, elles se développent. En comparaison avec les années antérieures au rachat, nous constatons que :

- le résultat opérationnel augmente de 42% au cours des 3 années suivant le rachat, cela signifie que les cibles ont développé leurs activités ou réduit leurs coûts (toutes choses égales par ailleurs)
- le Rex / AE augmente de 15%, les actifs des cibles sont donc plus performants qu'ils ne l'étaient avant le rachat, les cibles ont optimisé leurs cycles de production,
- le Rex / CA croît quant à lui de 19%. (La baisse des coûts est confirmée par ce ratio)
- Enfin, le *cash flow net** moyen augmente de 96% sur cette même période.

L'évolution de ces indicateurs confirme donc l'idée première de Jensen : les incitations mises en place par les LBO sont une source importante de valeur. La pression du service de la dette est telle que les managers sont contraints de surveiller très attentivement les produits et les charges d'exploitation.

⁴⁰ S.N. Kaplan, « The effects of Management Buy-Outs on operating performance and value », Journal of financial economics, octobre 1989, pp217-254.

Parler des « bons effets » de la dette sur la gestion de l'entreprise serait incomplet si nous n'évoquions pas l'importance de la déductibilité fiscale des intérêts de la dette contractée. Elle est une autre source potentielle importante de valeur dans les LBO.

Nous avons vu que grâce à l'intégration fiscale, l'existence d'une charge d'intérêt lourde permet de générer une économie fiscale forte qui vient diminuer la base imposable du groupe. Les avantages fiscaux de la dette permettent de dégager d'autant plus de valeur que la dette est permanente et non plus remboursée au bout de deux ou trois ans.

Le passif endetté d'une entreprise ne faisant pas d'appel public à l'épargne (APE), serait donc une structure plus optimale que celle des sociétés cotées qui distribuent des dividendes et procèdent à des augmentations de capital pour financer des investissements précis. La dette joue un rôle primordial. Mais attention, ces résultats sont circonstanciés : ils portent sur la première moitié des années 1980. « Au cours de la deuxième moitié de cette décennie, le marché des LBO a évolué vers des transactions plus coûteuses et plus risquées »⁴¹.

v. L'analyse des vingt plus gros LBO des années 1980 confirme bien que le *buy-out* est une structure viable à long terme.

Des universitaires américains ont complété l'étude de Kaplan en travaillant sur les performances opérationnelles des vingt plus gros LBO des années 1980. Ces études constatent aussi :

- une hausse de EBE / ventes de 16,5% dans les deux ans qui ont suivi le LBO,
- une hausse du ratio EBE / nombre de salariés de 31,8% sur la même période,
- une hausse des flux de liquidité,
- et une diminution des dépenses d'investissement.

Ces analyses d'Opler⁴², montrent que l'effet opérationnel de ces LBO est très fort. Elles confortent les travaux de Jensen et Kaplan qui considèrent que le LBO est une structure viable à long terme, génératrice de création de valeur. Ces études empiriques soutiennent et constatent une performance accrue de la cible après l'opération de LBO. Les résultats plus détaillés de ces études se trouvent en Annexe.

⁴¹ Gensse et Topsacalian, op.cit. p275

⁴² Cf synthèse de ses travaux en Annexes

Pourtant, l'effet de levier financier qui est à la base des LBO ne crée pas de richesse pour tous les financiers. Au contraire, il ne permettrait qu'une simple redistribution de celle-ci. Modigliani et Miller n'affirmaient-ils pas avec humour que « la taille de la pizza ne dépend pas du nombre de parts coupées ! » Le LBO ne proposerait qu'un mode de redistribution original des richesses dans lequel les actionnaires se verraient offerts des rendements très élevés. Le LBO est bien l'objet de controverses enrichissantes. Analysons rapidement cette seconde approche.

B- LE LBO VU AU TRAVERS DE LA THEORIE FINANCIERE CLASSIQUE.

3.3.2 Approche de Modigliani et Miller.

La baisse des coûts d'agence, associée à la dette, devrait encourager les actionnaires à s'endetter davantage. Nous avons vu que la dette permet de réduire les conflits d'agence et générer des économies importantes d'impôts, égales au montant des frais financiers multiplié par le taux d'impôt sur les sociétés (Taux IS). Ces deux points sont incontestables. Malgré tout, cette analyse n'est pas exempte de failles. Elle va même à l'encontre de la théorie financière classique formulée par Modigliani et Miller qui montrent qu'une simple décision financière ne crée pas de richesse. Quelle analyse ces deux auteurs apportent-ils à la compréhension du LBO ?

En 1958, Modigliani et Miller cassent la théorie financière traditionnelle qui considère qu'il existe une structure financière optimale obtenue par une utilisation judicieuse de l'endettement et de son effet de levier. Cette structure endettée minimiserait le coût du capital et maximiserait donc la valeur de l'entreprise. Ces auteurs « traditionnels » ne peuvent toutefois pas fixer ce fameux niveau d'endettement optimal.

Modigliani et Miller ont prouvé qu'en l'absence de distorsions fiscales, il n'existe pas de structure financière optimale. En somme, la valeur de l'actif économique est indépendante de son mode de financement. L'augmentation du niveau d'endettement d'une société, ici le holding de reprise, accroît le risque de l'actionnaire, et donc la rentabilité exigée par celui-ci.

Au total, la richesse des actionnaires n'est pas modifiée, elle suit tout simplement une droite sur laquelle le rendement est corrélé au risque pris.

L'endettement accroît le risque d'illiquidité de la société. Il est donc normal que la rémunération exigée soit supérieure. Transposé au LBO, cette analyse stipulerait que les rendements forts exigés par les actionnaires du holding de reprise ne seraient qu'une contrepartie juste des risques financiers énormes qu'ils encourent.

Malgré tout, les entreprises évoluent dans un univers fiscalisé. Nous ne pouvons pas faire fi de l'intégration fiscale qui est un élément primordial dans les LBO. Il faut prendre en compte l'impôt sur les sociétés et la déductibilité des frais financiers du résultat imposable. Avec un impôt sur les sociétés, la valeur d'une entreprise endettée est égale à la valeur de l'actif économique d'une entreprise non endettée plus la valeur actuelle de l'économie d'impôt générée par les frais financiers, actualisée au coût des fonds propres. Nous nous retrouvons ici dans le cadre du LBO et de l'intégration fiscale où les frais financiers sont déductibles de la base imposable. L'endettement devrait donc être privilégié. Son traitement fiscal augmenterait la valeur de l'actif économique.

Mais attention ! Plus l'endettement croît, plus la probabilité de faillite grandit ! Aussi faut-il prendre en compte les coûts de faillite dans l'évaluation de l'actif du holding puisque l'analyse statistique d'un levier trop important montre que la valeur actuelle des coûts de faillite qui y sont liés, annule la « survaleur » (le *goodwill*) liée à l'économie d'impôt générée par la dette. La dette permettrait donc de générer une valeur supplémentaire mais qui serait aussitôt annulée par les coûts de faillite. En effet, si elle permet d'accroître les richesses créées en finançant un actif plus important, elle accroît, en même temps, les probabilités de défaut. Il n'y aurait par conséquent pas de structure optimale : la structure financière n'aurait pas d'impact sur la création de valeur.

Nous renvoyons le lecteur au tableau qui récapitule ces théories dans l'annexe de ce mémoire. Ces analyses théoriques permettent de cerner les difficultés du LBO, les avantages et les dangers inhérents au recours à la dette. Malgré tout, qu'apporte l'analyse des points soulevés. Quels sont les véritables résultats constatés des opérations de LBO ?

3.3.3 Les LBO créent-ils de la valeur ?

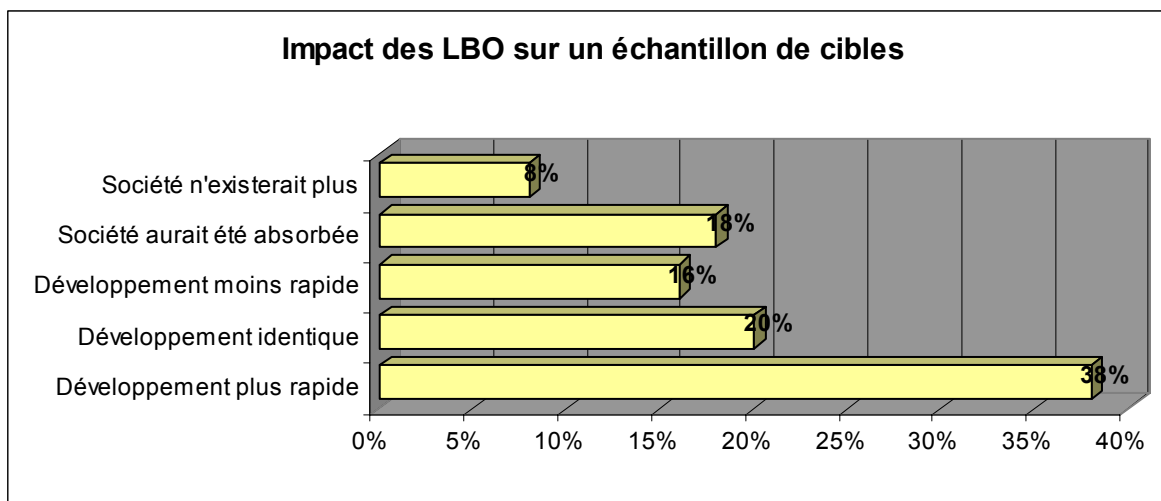
Nous devons désormais analyser si les LBO créent véritablement de la valeur ou si leur structure financière, si particulière, génère un risque trop important pour la cible et le holding de reprise. Nous distinguerons deux niveaux d'analyse : le premier sera qualitatif et concernera la façon dont les actionnaires, les dirigeants et les clients des cibles ont perçu cette opération⁴³. La seconde partie de ce développement sera purement financière puisque nous analyserons les taux de rendement générés par ces opérations, ce second point restant le « critère couperet » indispensable pour déterminer l'intérêt de l'opération entreprise.

i. Impact qualitatif, les changements ressentis par les managers de sociétés rachetées.

Les managers des entreprises sujettes à des LBO constatent que ces opérations sont, de fait, un véritable moteur pour la croissance. Ils permettent à leurs sociétés de croître plus vite, voire d'éviter une faillite probable, ou encore d'éviter d'être absorbées ! Ces LBO apparaissent comme des techniques salvatrices, génératrices de croissance. Le LBO semble libérer les énergies et permet aux managers, dans le cadre de MBO, de reprendre en main le destin de leurs entreprises. Cette idée nous semble être et la plus révélatrice de l'opération financière. Les contraintes que le LBO impose poussent à une très forte rigueur : le cycle d'exploitation est analysé très finement et l'ensemble des charges est scruté avec minutie pour éviter une dégradation de la situation financière, voire une faillite du montage.

Le graphique suivant synthétise la façon dont les managers perçoivent l'impact de ces opérations.

⁴³ Voir le rapport publié par l'AFIC et Groupe Constantin, *LBO et Développement de l'Entreprise en France*, 28 janvier 2004. L'échantillon concerné par cette étude couvre une large gamme d'entreprises en terme d'effectifs, de moins de 49 salariés à plus de 1500 employés, de secteurs d'activité (industrie, services, distribution, construction...), et de valeurs d'entreprises. Elles sont principalement comprises entre 10 et 50 M€. Ces LBO analysés sont de trois types. Ce sont des *spin-off* de groupes français ou internationaux, dans lesquels le management en place conserve généralement la direction des opérations ; ce sont des sociétés familiales que leur créateur souhaite céder et des LBO secondaires.



Que faut-il retenir ? L'accélération de la croissance ressort nettement. Cela s'explique certainement par les actions stratégiques mises en place suite au LBO comme la conquête de nouveaux marchés, une affirmation de la croissance externe ou encore un élargissement de la gamme de produits. Le LBO pousse les dirigeants à être agressif sur le plan commercial. 89% des managers interrogés se lanceraient même volontiers dans une seconde opération de LBO ! C'est certainement la preuve que le levier social, lorsqu'il fonctionne, est très motivant. Il faut aussi remarquer que les sondages font apparaître qu'une majorité de dirigeants et de financiers n'apporteraient pas de modification substantielle aux conditions actuelles (juridiques et fiscales) de mise en place des LBO et ce même si certaines limites furent clairement identifiées (incitations fiscales pour les investisseurs, baisse du seuil d'intégration fiscale, suppression de l'amendement Charasse...). Une très forte majorité de dirigeants interrogés semblent avoir considéré le LBO favorablement.

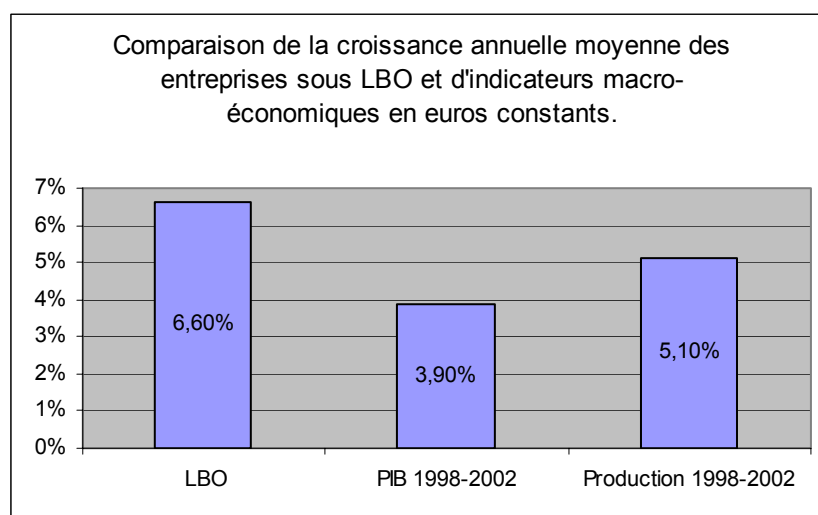
Nous ne sommes pas dupes. Cette étude, peut-être commanditée par l'AFIC, sert de caisse de résonance à ses propositions juridiques notamment. Malgré tout, force est de reconnaître que tous les témoignages de dirigeants recensés reflètent la même idée force : le LBO est une aventure que nombre d'entre eux sont heureux d'avoir connu. « Ils sont prêts à recommencer dans le cadre de LBO secondaires », *bis repetita* !!

ii. L'impact économique des LBO sur les cibles est important.

Les entreprises sous LBO, sont animées par des entrepreneurs vigoureux, décidés. Cette volonté se retrouve dans la comparaison de l'évolution des cibles avec les grandes données

macro-économiques françaises. Le tableau suivant fait apparaître que la croissance des cibles est supérieure à l'évolution du PIB et de la production nationale.

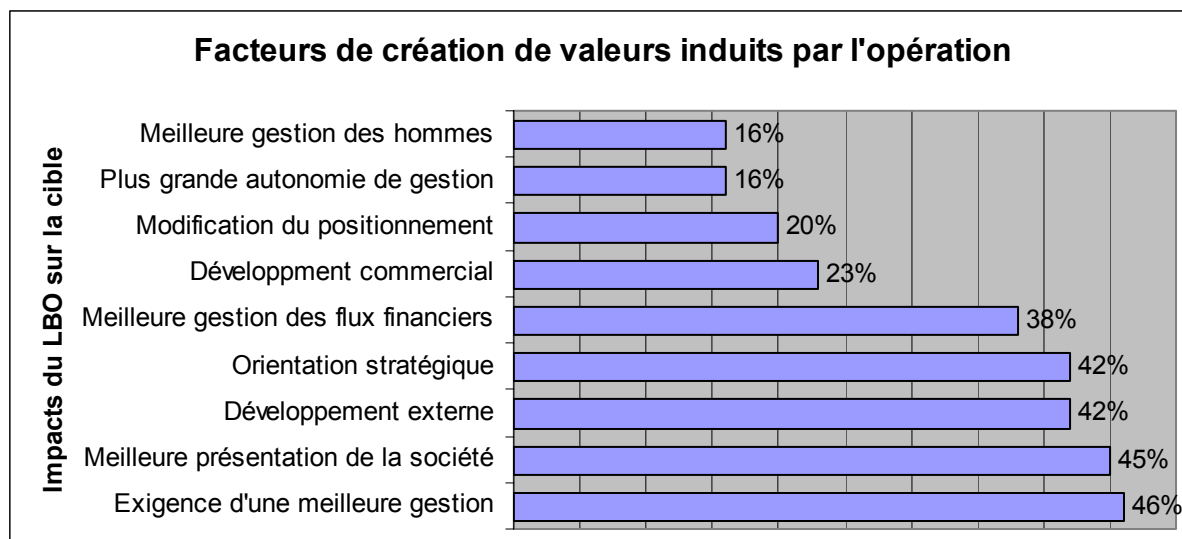
Ce constat s'explique certainement par le fait que les sociétés LBOisées sont déjà choisies parmi des sociétés de marchés porteurs. Elles s'y situent en bonne place, bénéficient de parts de marché importantes et génèrent des *cash flows* importants.



Plusieurs aspects sont mis en avant par les dirigeants pour expliquer cette sur-performance. Outre le fait déjà évoqué que le LBO exige une meilleure gestion, il impose :

- une meilleure présentation de la société. La communication interne et externe est soignée.
- de meilleures orientations stratégiques. Elles doivent être très bien analysées et accompagnées avec vigueur.
- Une meilleure gestion des hommes.

Le tableau ci-après récapitule l'ensemble des impacts sur les cibles. Le pourcentage affiché correspond à un sondage effectué auprès de dirigeants et de directeurs financiers, de sociétés industrielles et de services, de PME de 100 à 500 salariés surtout.



Si l'impact du LBO sur les cibles que nous venons de décrire est important, nous devons analyser le résultat final du LBO, c'est-à-dire le rendement qu'il génère pour l'investisseur, et vérifier si ce taux est en accord avec les espérances de revenus des FCPR ?

Ces derniers seront-ils à même de rémunérer les investisseurs institutionnels qui leur ont confié des capitaux ? La comparaison des taux constatés et des taux exigés permettra de vérifier le potentiel de création de richesse des mécanismes financiers présentés tout au long de ce mémoire.

iii. L'impact financier des LBO pour les fonds d'investissement. Les TRI observés sur le marché sont très importants.

Les LBO doivent générer un TRI substantiel indispensable pour que le fond d'investissement puisse, à son tour, rémunérer ses propres apporteurs de capitaux. Lorsque nous parlons de TRI nous évoquons, dans les lignes qui suivent, le rendement constaté pour le FCPR.

Les TRI générés par le capital investissement et sa branche de LBO sont très importants et repoussent les autres types d'investissements envisageables par une banque ou une compagnie d'assurance par exemple, très loin derrière les résultats obtenus par le *private equity*. En effet, quels placements affichent des rendements annuels moyens de 23,1% ou encore de 22,2% ? Réponse : aucun !

Le tableau⁴⁴ suivant récapitule les données essentielles du LBO depuis dix ans. Il affiche le TRI du capital transmission, du capital risque et enfin de l'ensemble du secteur entre 1992 et 2001. Il est important de rappeler que ces deux années intègrent les sociétés encore en portefeuille et les entreprises qui en sont sorties avant, pendant et après l'effondrement de la « bulle internet » en 2000. Les sociétés bradées, très faiblement valorisées ou en faillite sont donc impactés dans ces TRI.

	1991-2000	1992-2001	1997-2001	2000-2001
TRI brut de l'ensemble du capital investissement	25,1%	24,8%	23,7%	-2,4%
TRI brut du capital risque	-	28,2%	21,7%	
TRI brut du capital développement		27,3%	27,3%	
TRI brut du LBO		23,1%	22,2%	

Nous observons que sur les dix années qui nous intéressent le TRI du LBO (23,1%) est inférieur à celui du capital risque et du capital développement. Ce point n'est pas très étonnant car les multiples de sortie, dans ces sociétés toutes justes créées ou en développement, sont très élevés par rapport aux prix d'entrée. Il n'est pas très rare de voir une jeune société doubler son chiffre d'affaires et se développer rapidement lorsqu'elle ne réalise que 5 ou 6M€ de produits d'exploitation.

En revanche, il est surprenant que le LBO soit moins rentable que l'ensemble du secteur du *private equity* avec 1,7 points de différence, les LBO faisant appel à des sociétés mûres, rentables et équilibrées. Cette différence doit pouvoir s'expliquer de deux manières. Tout d'abord, les LBO ont certainement vus leurs TRI baisser après l'effondrement de la bulle spéculative et les sorties boursières devenues très rares. D'autre part, le poids du capital risque et du capital développement sur l'ensemble du secteur fait monter la moyenne du secteur du *private equity*.

Le rendement négatif observé entre 2000 et 2001, s'il n'est pas flatteur, n'a qu'une importance très relative puisque ces investissements en fonds propres n'ont d'intérêt que sur une période de 4 à 10 ans. Notons que ce rendement reflète tout de même l'effondrement des valorisations en portefeuille, consécutifs au *krach* boursier et au manque de confiance des marchés qui s'en suivit.

⁴⁴ Les tableaux utilisés dans cette partie sont issus du *Rapport sur la performance du capital investissement en France 2001*. AFIC, Ernst & Young, Barbier Finault & Associés.

Ces données prennent en compte les sociétés sorties du portefeuille des FCPR mais aussi celles qui restent entre les mains des investisseurs. L'analyse des sociétés acquises depuis 1992 et sortie du portefeuille avant 2001 fait apparaître des TRI encore plus importants : 41,7% pour le LBO, alors que le TRI global du secteur est de 40%. Nous pouvons aisément expliquer ce chiffre très impressionnant par des valorisations très fortes entre 1999 et 2000 et imaginer que les investisseurs se voyant offerts des prix d'achats très séduisants ont cédé leurs parts à des acheteurs peu regardant sur des prix élevés, certainement bien supérieurs aux valorisations intrinsèques. Le tableau ci-dessous récapitule ces informations et permet de les comparer aux sociétés sorties en 2000.

TRI brut de l'année sur les sociétés sorties du portefeuille en	2000	2001
Secteur du <i>private equity</i>	29%	40%
Capital risque		61%
Capital développement		35%
LBO		42%

3.3.4 Deux lignes de force apparaissent : Ces TRI ne sont pas homogènes, ils sont disparates d'un secteur d'activité à l'autre et la dispersion des TRI autour de la moyenne est importante.

i. La dispersion des TRI autour de la moyenne est importante.

Une analyse plus poussée des TRI générés par les LBO laisse apparaître une dispersion forte des résultats. 37,5% des LBO ont un taux de rentabilité compris entre 0 et 10%. Nous pouvons imaginer que ce résultat, annoncé par l'AFIC, comprend deux types de LBO très différents : ceux qui ont véritablement échoué et ceux qui viennent d'être mis en place et n'ont donc pas généré de rendement. La valorisation des capitaux propres du holding est quasiment égale au prix d'investissement, et la dette du holding de reprise n'est que très peu amortie.

A l'inverse, plus de 24,3% des opérations ont un rendement supérieur à 40%. Ce taux est supérieur au rendement espéré par les FCPR qui est de 30%. Dans 24,3% des cas, ces

opérations créent véritablement de la valeur et sont à même de répondre aux exigences des fonds et des institutionnels qui se rémunèrent sur ce rendement.

Une analyse par secteur, laisse entrevoir d'autres disparités révélatrices.

ii. Ces TRI sont très différents en fonction des secteurs d'activité

Les activités de service se taillent la part du lion puisque les TRI les plus importants sont le fait des activités de services financiers et des technologies de l'information et des télécoms. Ils génèrent, respectivement, des rendements de 45% et 44%. Ces résultats ne sont pas surprenants car les activités de services sont les moins capitalistiques et les plus en phases avec les évolutions récentes des marchés. La libéralisation des charges d'agents de change en 1996 et le développement des *brokers** sur internet qui en a découlé ainsi que l'explosion de la téléphonie mobile par exemple entrent très certainement dans le calcul de ces résultats alléchants.

Ces données qui datent de 2001 doivent tout de même avoir fortement évoluées depuis 2001, puisque des opérateurs de téléphonie mobile et des *brokers*, SelfTrade entres autres, ont essuyé des retournements de conjoncture cinglants. Si leurs TRI étaient parmi les plus impressionnants, ils ont du « fondre comme neige au soleil ».

De l'autre côté de l'échelle des résultats, les secteurs d'activités plus traditionnelles comme la distribution ou encore les médias et la communication n'offrent, sans grande surprise, « que » des rendements compris entre 20 et 22%.

Cette même analyse faite aujourd'hui devrait certainement présenter des résultats inverses. A part quelques sociétés High-Tech, c'est dans les services de « l'ancienne économie » que les TRI doivent être les plus sûrs.

Les secteurs d'activité ayant été l'objet de provisions confirment ces tendances. Les télécoms et les services financiers arrivent en tête. Le rendement est donc bien corrélé aux risques pris. Ainsi, 37% des investissements faits dans les télécoms ont fait l'objet de provisions ou pertes au cours de ces dix dernières années. La production de biens de consommation, activité traditionnelle, est à l'autre bout de cette échelle puisque : 21% des investissements sont passés en provisions. Ces provisions, en moyenne, représentent tout de même 17,2% des sommes injectées. Ces montants restent tout de même très importants et montrent que le *private equity*

est bien une activité très risquée, que les pertes peuvent être très lourdes et grever les résultats futurs. Ainsi, 19,6% des lignes de LBO ont fait l'objet de provisions ou de pertes. Il est intéressant de noter que la moyenne du *private equity* est de 34,4%. Ce résultat indique que le LBO est l'une des activités les moins risquée de l'investissement en fonds propres.

S'il ne fallait retenir qu'une seule information chiffrée de ce travail, c'est le rendement de 23,1% des LBO entreprise entre 1992 et 2001. Sur cette décennie, les LBO ont créé de la valeur. Cette technique de rachat d'entreprise a certainement de beaux jours devant elle.

Conclusion

Le LBO est une activité importante du capital investissement. Son intérêt est très clair : il permet de racheter des sociétés, avec peu d'argent, en créant un holding *ad hoc*. Sa structure financière défie la théorie financière « classique » puisque les ratios de consommation de fonds propres généralement utilisés par les banques qui permettent de comprendre si l'ensemble des risques est bien couvert, ne sont plus applicables aux « structures LBO ». La couverture des risques par les fonds propres devient totalement inopérante dans une telle opération. C'est l'originalité de ce montage.

Aussi, nécessite t-elle une analyse financière fine, des audits poussés et une gestion actif/passif au plus près des contraintes contractuelles liées à la dette. Les difficultés inhérentes au respect du service de la dette peuvent donc être destructrices de valeur, ou, au contraire, génératrices de vertus managériales fortes. Il est primordial de saisir que cette opération de *buy-out* impacte la qualité de la gestion et la politique commerciale de la firme. Motivante pour les managers, elle offre des perspectives d'évolution et de gains financiers rapides que peu d'opérations de haut de bilan permettent.

Les différents effets de levier évoqués au cours de ce travail, financier, fiscal, juridique et social, apportent un éclairage précis sur les pratiques admises et surtout l'intérêt de cette opération. Le LBO apporte un nouveau souffle à l'entreprise. Il est une opportunité exceptionnelle pour un changement de mentalité, il permet de responsabiliser les principaux cadres en leur permettant l'accès au capital, il renforce la cohésion de l'entreprise et insuffle un nouvel état d'esprit.

Mutatis mutandis, le LBO n'est pas exempt de reproches puisqu'il peut faire courir à la société cible un risque de déséquilibre financier très lourd à gérer. Les LBO secondaires peuvent être perçus comme une tentative de récupération d'une première opération ayant partiellement échoué, les investisseurs cherchant alors à se débarrasser d'une structure devenue encombrante !

Critiques ou éloges, le LBO reste une aventure exigeante qui peut aider la société à franchir un cap. Il est certainement plus une étape dans la vie de l'entreprise qu'une « structure

optimale » permanente décrite précédemment. Sa réussite est avant tout le résultat d'une bonne association entre un management et des investisseurs.

Son impact économique est fort en terme de chiffre d'affaires et de marges. Il pousse à la conquête de nouveaux marchés, à la croissance externe et à l'élargissement de la gamme des produits/services offerts. Le LBO, stimulus pour la croissance, contraint l'entreprise à un plus grand dynamisme. Enfin, ne faut-il pas retenir de ce mémoire que 47% des dirigeants interrogés par l'AFIC, expliquent que l'exigence d'une meilleure gestion est un facteur de création de valeur induit par l'opération. Les TRI constatés que nous venons d'analyser confirment ce propos. Les LBO sont créateurs de valeur. L'objectif de l'opération est donc atteint !

ANNEXES

GLOSSAIRE, ANNEXE JURIDIQUE, GRAPHIQUES ET TABLEAUX SUR LE LBO

Lexique financier, juridique et fiscal des termes utilisés⁴⁵

Le signe « * » renvoie à d'autres définitions de ce même glossaire.

Accord de confidentialité : Lors de l'achat d'une entreprise, acheteurs potentiels et vendeurs s'engagent à garder confidentiel l'ensemble des informations qui leurs sont transmises, à restituer l'ensemble des documents collectés, à n'en conserver aucune copie.

Actif d'exploitation : est égal à somme des immobilisations nettes d'exploitations + Besoin en fonds de roulement. La somme des immobilisations brutes d'exploitation et du BFR est égale, elle, au **capital économique**. L'actif d'exploitation prend donc en considération l'amortissement (charge calculée) qui reflète la dégradation de l'actif à renouveler.

AFIC : L'Association Française des Investisseurs en Capital (AFIC), créée en 1984, est un organisme professionnel d'investisseurs en capital, régi par la Loi de 1901. L'AFIC est également membre de l'AFECEI (Association Française des Établissements de Crédit et des Entreprises d'Investissements) depuis 2002.

L'AFIC regroupe 195 membres, dont la plupart des structures de capital-investissement installées en France :

- Sociétés de Capital Risque (SCR*)
- Sociétés de gestion de Fonds Communs de Placement à Risque (FCPR*)
- Sociétés de gestion de Fonds Communs de Placement dans l'Innovation (FCPI*)
- Sociétés de gestion de fonds de fonds
- Sociétés de conseil pour la France de Fonds internationaux

Ses 79 membres associés conseillent les investisseurs et les entrepreneurs dans le montage et la gestion de leurs partenariats. Elle a pour objectif la promotion des métiers du *private equity**. Son pendant européen est l'EVCA*.

Amendement « Charasse » : Article 223 B alinéa 6 du Code Général des Impôts – CGI. Il permet d'éviter que le fisc paye une partie du prix d'acquisition dans le cas d'une vente à soi-même, financée, tout ou partie, par de la dette (Cf Annexe juridique).

ANVAR (Agence nationale de valorisation de la recherche) : agence publique chargée de labelliser les entreprises innovantes. Cette estampille leur permet d'être éligibles aux FCPI notamment et ainsi d'intéresser des fonds d'investissements qui veulent faire bénéficier leurs apporteurs de fonds des avantages fiscaux qui y sont liés (réduction d'IRPP). Cf *Annexe juridique* – FCPI/FCPR

Asset stripping : cession d'actifs non indispensables à l'exploitation de la cible, non « core business ». Cette technique utilisée dans les LBO permet de récupérer du *cash*.

Besoin en fonds de roulement d'exploitation (BFRE ou BFE) : Ce besoin de financement généré par le cycle d'exploitation de l'entreprise est égal à la somme des stocks et des créances clients à laquelle sont retranchées les dettes d'exploitation.

Besoin en fonds de roulement propre : Part des fonds propres qui financent le BFR.

⁴⁵ Le lecteur désireux de compéter ces définitions, pourra se reporter utilement au petit livre d'Alberto Sillero, *Ingénierie juridique et financière. Lexique de Corporate Finance*, Editions Eska, Deloitte & Touche, Paris 2001.

BIMBO (Buy-in management buy-out) : opération de rachat d'une entreprise avec les managers de l'entreprise et un repreneur externe par recours à l'endettement

Blue chip : dénomiatif donnée aux grosses capitalisations boursières. General Electric, Microsoft ou L'Oréal sont des *blue chips*. Cela signifie que ce sont des titres liquides, pour lesquels un vendeur trouvera un acheteur sans grande difficulté. Ces titres très liquides sont donc efficaces, ils représentent une véritable activité de marché.

Bond : obligation

Bons de souscription : sont des titres financiers qui donnent le droit à leur détenteur de souscrire à un autre titre financier ou sous-jacent, en général une action. En ce sens ils peuvent être considérés comme une option d'achat ou un call. Ce droit peut être exercé dans un délai et à un prix convenus à l'origine. Ces bons qui peuvent être attribués gratuitement, permettent aux actionnaires en place de profiter favorablement d'une augmentation de capital future en écartant le risque de dilution. Par conséquent ils préservent leur pourcentage de contrôle dans la société.

Bottom line : ligne « du bas » dans un compte de résultat. Elle est donc synonyme du résultat net qui permet notamment de calculer le ROE.

Bridge equity : technique utilisée dans les LBO lorsque les banquiers et investisseurs ne sont pas d'accord sur le levier* à mettre en place. Ils se donnent rendez-vous à une date ultérieure à la création du montage pour transformer ce bridge soit en dette, soit en fonds propres.

Build up ou **Buy and Build Up** (consolidation industrielle) : opération (de LMBO, LBI ou BIMBO) ayant pour objectif la réalisation d'un projet de croissance externe. L'entreprise ciblée devient la plateforme d'une ou plusieurs nouvelles acquisitions qui visent à constituer un groupe ayant, sur son marché, un poids significatif.

Business Plan : Plan de développement stratégique de la société sur 3 à 5 ans avec commentaires détaillés dans les domaines commerciaux, concurrence, produits, techniques, moyens de production, investissements, hommes, informatique, financiers... Il est indispensable à la valorisation de la société par actualisation de ses *cash flows** futurs estimés au coût du capital.

Buy or sell : clause prévue dans un pacte d'actionnaire*. Dans le cas où l'investisseur trouve un acquéreur pour un bloc supérieur à ce qu'il détient, les autres actionnaires s'engagent à vendre (« sell ») le nombre de titres nécessaires pour combler le différentiel ou s'engagent à acheter (« buy ») la participation de l'actionnaire désireux de vendre aux mêmes conditions.

CAPEX (capital expenditure) : notion très proche des investissements effectués par l'entreprise que l'on retrouve dans les « emplois » du tableau emplois/ressources français.

Capital Risk : adaptation française de *venture capital* anglo-saxon. Concerne les activités de financement d'entreprises en création ou en phase de démarrage (seed*). Le capital-risque implique un investissement dans une société présentant des risques mais promettant une forte croissance : le rendement généralement attendu est de 40% à 50% par an.

Exemple de modélisation simple :

Après une année d'existence, une entreprise cherche un financement de départ de 2M\$. Les projections faites au travers du business plan prévoient un bénéfice net de 5M\$ d'ici 5 ans. Le groupe de *venture* estime que l'entreprise pourrait entrer sur le marché dans 5 ans avec un PER de 20. Aussi la valorisation totale future de l'entreprise atteindrait 100M\$ (20x5 millions).

L'investisseur souhaite un rendement de 60% ; la valeur actuelle de l'entreprise est de 9,54M\$: $100\,000\,000 / (1+60\%)^5$. Donc, pour un investissement de 2M\$, la SCR* a besoin de 21% des capitaux propres (2/9,54) pour atteindre un TRI de 60%.

Source : Pierre Gensse, Patrick Topsacalian, *Ingénierie financière*, Economica, 2001, p.235

Capitalisation boursière : valeur attribuée par la bourse à une société. Elle est égale au nombre d'actions émises multipliées par le cours de l'action.

Carried interest : Mécanisme d'intéressement des équipes d'investisseurs, qui se voient attribuer des parts de *carried* en fonction du rendement des investissements réalisés. Pour toucher du *carried*, il faut atteindre un rendement *ex post* important : en général 20% au-dessus du rendement *ex ante*. Sa prise en compte est importante dans l'impact du calcul du TRI* brut ou net. Voir Hurdle*. La littérature anglo-saxonne peut aussi parler de « Promot » en guise de Carried interest. Ces 2 termes sont synonymes.

Carve-out : opération financière consistant à séparer une entreprise ou un morceau d'entreprise d'un groupe ou d'une entreprise et d'en transférer la propriété, très souvent, par une IPO*. Les LBO permettent de racheter cette filiale de groupe.

Caisse des dépôts et consignations (CDC) : Institution financière publique française créée en 1816 pour gérer des fonds privés que la loi oblige à déposer auprès des pouvoirs publics en les protégeant de toute utilisation indue par l'Etat. La CDC gère l'épargne collectée par les réseaux des Caisses d'Epargne, des PTT par exemple. Elle finance le logement social notamment. Elle développe aussi des activités bancaires et financières concurrentielles puisqu'elle possède des fonds importants de *private equity**.

Carve share : activité qui consiste à découper les actifs non filialisés d'une société afin de pouvoir les racheter individuellement.

Cash flow net : Excédent de Trésorerie d'Exploitation (ETE*) – Capex ou dépenses d'investissement. Ces *cash flows* nets représentent les flux économiques, ou flux de trésorerie dégagés par l'activité. Ils vont servir à rembourser et rémunérer les apporteurs de capitaux. Ils sont l'un des critères scrutés par Jensen pour valider son hypothèse de création de richesse de la cible pendant et suite à un LBO.

Closing : dans le cadre d'un processus de transmission d'une entreprise, le closing désigne le moment où aura lieu l'application des clauses de transfert de propriété et donc la transmission effective de l'entreprise.

Collateralized Debt Obligation (CDO) : est une opération de titrisation « synthétique » qui permet à une banque ou une entreprise de conserver juridiquement la propriété d'un

portefeuille de créances tout en transférant le risque de crédit à des parties tierces par le biais de CDO. Le CDO permet donc de ne pas céder un portefeuille de créances mais d'acheter une protection sur ce dernier.

Covenant : les covenants ou clauses de sauvegarde sont des engagements de faire ou ne pas faire imposés par les créanciers aux actionnaires pour que ceux-ci n'accroissent pas leurs risques. Leur non respect entraîne l'exigibilité immédiate des dettes.

Création de valeur : La création de valeur est l'objectif de toutes les opérations financières. Plusieurs indicateurs permettent de mesurer la création de richesse produite. Nous retenons ici les plus pertinents :

- $EBE_{constaté} \geq EBE_{minimum}^*$
- $TRI_{ex\ post} \geq TRI_{ex\ ante}$ ou encore $TRI_{ex\ post} \geq \text{Coût du capital économique}$ → le « retour effectif » doit donc être supérieur ou égal au « retour objectif »
- *Economic Value Added* (EVA) : Actif économique * (ROCE - K_{ae}) → avec K_{ae} : coût du capital économique.
- Création de valeur pour l'actionnaire : Capitaux propres * (ROE - K_e) ; avec K_e : coût des fonds propres exigés par les actionnaires. K_e peut être calculé par l'application du MEDAF.

Crédit vendeur : crédit octroyé par le vendeur à l'acquéreur d'une société. Il permet à l'acquéreur de dégager des revenus de l'entreprise cible pendant la période de crédit et ainsi, de payer une partie du prix d'acquisition grâce à ces revenus. Le crédit vendeur est aussi une manière de confronter le vendeur avec ses propres prévisions. Si elles s'avèrent exactes, le crédit vendeur se concrétisera par du cash.

Crédit relais : crédit bancaire d'une durée courte (6 mois en général) permettant de faire la jointure avec une remontée de *cash*.

Data-room (salle d'informations) : lieu où sont regroupées l'ensemble des informations économiques, comptables, juridiques, financières, sociales... relatives à une entreprise cible lors d'un *open bid*. Les acheteurs potentiels peuvent y trouver les informations indispensables à un achat d'entreprise avant la concrétisation éventuelles d'un investissement. Elle assure un même niveau d'informations à tous les acquéreurs potentiels et permet au vendeur de limiter la diffusion d'information sur son entreprise.

Dettes senior : Dans la structure de financement d'un LBO, la dette senior correspond à une dette bancaire à moyen et long terme, amortissable, pouvant être subdivisée en tranches (A, B, C). Le service de cette dette ($P+i$) est prioritaire par rapport à la dette subordonnée, dite « mezzanine* », et au remboursement des fonds propres.

Dettes subordonnées : une dette est dite subordonnée lorsque le paiement de tout ou partie de ses intérêts et le remboursement de son principal ne peuvent intervenir qu'après avoir assuré le service d'une autre dette. Ainsi la dette mezzanine est très souvent subordonnée au remboursement de la dette bancaire « classique »

Down-side : synonyme de risques ; par opposition à l'*up-side**.

Drag along : clause de pacte d'actionnaires* fréquente dans les opérations de LBO. Elle est le droit de forcer une vente. Elle prévoit l'engagement de céder ses titres de propriété. Un

pool d'actionnaires représentant x% du capital et bénéficiant d'une offre de rachat à 100% a le droit d'obliger les autres actionnaires à vendre aux mêmes conditions (ou à préempter).

Droit de préemption réciproque (ou droit de premier refus) : clause de pacte d'actionnaire* fréquente dans les opérations de LBO qui stipule que si un actionnaire décide de vendre il doit proposer préalablement aux autres actionnaires de l'acheter.

Due diligence : audit comptable, financier, fiscal, juridique... de la société cible fait par les acheteurs potentiels. Ces « due dil. » sont, de plus en plus, le fait des vendeurs. On parle alors de **Vendor Due Diligence**.

Earn-out : clause permettant d'apporter un complément de prix au vendeur lors de la cession d'une société. Ce complément permet d'indexer une partie du prix de la transaction sur les résultats futurs de la société achetée.

Excédent brut d'exploitation minimum (EBE min) : Est l'EBE que le cycle d'exploitation doit sécréter pour être en mesure d'assurer, sans risque, la pérennité de l'entreprise. Il est égal à $\sum \text{DAT} + \text{provisions pour risques} + \text{rémunération des capitaux investis}$.

La rémunération des capitaux investis est égale à $K_{ae} \cdot AE$; $K_{ae} \rightarrow$ coût du capital économique. Précisons ici que le coût du capital sert de taux d'actualisation des *cash flows* prévisionnels dans la méthode d'évaluation des actifs dite DCF par exemple. L'EBE minimum, comparé à l'EBE constaté permet de s'assurer de l'équilibre financier d'une société.

EBIT (Earnings before interests and taxes) : acronyme utilisé dans les comtes de résultat anglo-saxons. Ce solde intermédiaire de gestion est très proche du résultat d'exploitation français (REX).

EBITDA (Earnings before interests, taxes, depreciation and amortization) : acronyme utilisé dans les comtes de résultat anglo-saxon. Ce solde intermédiaire de gestion est très proche de l'excédent brut d'exploitation français (EBE).

On considère souvent un multiple d'Ebitda comme prix d'entrée et de sortie d'une société dans une opération de LBO. Ainsi une société du secteur « x » peut être valorisée 8 fois son Ebitda par exemple. Cette valeur correspond au prix d'achat que le fonds doit financer avec les banquiers pour devenir acquéreur de la cible.

Effet de levier : technique qui permet d'accroître la rentabilité de la firme en recourant à l'endettement. Il est égal à la rentabilité financière ou ROE.

$$\text{Formule de l'effet de levier} = \text{ROCE} - L (\text{ROCE} - K_i)$$

Avec :

- ROCE : Return on capital employed*
- Levier : Dettes/Capitaux propres
- K_i : coût de la dette
- $\text{ROCE} - K_i$: taux de rentabilité

Bien sûr, si le taux de rentabilité devient négatif, l'effet de levier se mue en effet de massue ! Dès lors la rentabilité financière devient inférieure à la rentabilité économique.

Equity : fonds propres

Equity kicker : bons de souscription d'actions offerts au management pour qu'il soit intéressé au succès de l'opération de LBO. Ces *equity kicker* sont des bons de souscription d'actions.

European Venture Capitalist Association (EVCA) : association européenne des investisseurs en capital. Elle est le pendant continental de l'AFIC* français.

Excédent de Trésorerie d'exploitation (ETE) : il s'agit des liquidités générées par l'entreprise avant la prise en compte des amortissements, des charges liées à la dette et de la fiscalité. Il est égal à l'EBE- Δ BFR. Bien sûr, ce Δ BFR peut être positif ou négatif.

Nous retrouvons l'ETE dans les analyses faites par Jensen sur l'impact des LBO sur la structure des sociétés cibles. L'ETE est un critère utilisé par Jensen pour valider sa théorie du *free cash flow*. Nous faisons remarquer qu'il faut considérer cet indicateur avec précaution. L'ETE qui compare un flux (EBE) et une variation de stock (Δ BFR) ne me semble pas totalement opérationnel.

Nous pouvons le prouver par l'absurde : imaginons que l'EBE soit nul et le delta BFR négatif, l'ETE est alors positif ! Il devrait signifier que l'actif économique est sain puisqu'il génère des flux de trésorerie positifs. L'activité serait donc porteuse. Pourtant, un EBE nul n'est pas viable économiquement. Il ne peut assumer les contraintes qui lui sont liées :

- assurer le retour à la liquidité de l'actif par l'amortissement,
- couvrir les risques par le passage de provisions pour risques et enfin,
- rémunérer des capitaux investis (paiement des intérêts et des dividendes espérés aux actionnaires) !

Fonds de roulement propres : Part du fonds de roulement (FR) financés par les fonds propres. Indicateur utilisé pour s'assurer de la qualité de la gestion actif/passif d'une société.

Free cash flow (flux de trésorerie disponibles ou libres) : Il est égal à :

- Excédent brut d'exploitation (EBE ou EBITDA)
- Δ du besoin en fonds de roulement (BFR)
- IS théorique, calculé sur le résultat d'exploitation (REX)
- Capex (ou investissements)

Fusion rapide : dans les opérations de LBO, la fusion entre le holding de reprise et la société cible peut être qualifiée de « fusion rapide » lorsqu'elle intervient peu après la réalisation de l'acquisition.

Si elle est une pratique courante à l'étranger, elle suscite en France une hostilité de l'administration fiscale. Cette fusion rapide présente plusieurs intérêts majeurs :

- La simplification des structures et la diminution des coûts de fonctionnement
- Elle permet une meilleure gestion des flux de trésorerie pour le remboursement de la dette d'acquisition.

Cette fusion est susceptible de jouer un rôle important dans le succès d'une opération de LBO. Mais les obstacles à cette fusion n'encouragent guère le recours à cette technique.

Garantie d'actif et de passif (GAP). Rep's and warranties en anglais. Document juridique qui confère à l'acquéreur des garanties sur ce qu'il achète et une indemnisation financière en cas de préjudices (environnementaux, fiscaux...). La GAP est donc un complément indispensable au contrat d'acquisition. Ces GAP sont une donnée incontournable de toutes les opérations de M&A et donc de LBO.

Gearing : levier financier. Il est égal à l'endettement net / capitaux propres. Voir *leverage*.

General partnership : société en nom collectif. Dans le *general partnership*, la responsabilité de tous les associés est limitée.

General partner : Associé commandité

Hands on : se dit d'un investisseur « actif ». Dans le cadre des LBO, les investisseurs en fonds propres sont actifs. Ils ont un rôle de supervision puisqu'ils sont administrateurs ou membres du conseil de surveillance. Ils ont un rôle de conseil : ils analysent avec le management les plans d'investissement par exemple. En somme, ils participent à la vie de l'entreprise. L'investissement effectué n'est pas qu'un simple placement financier (*hands off*).

High Yield : obligation à haut rendement subordonnée aux autres dettes, senior notamment, utilisé pour le financement des « gros » LBO.

Hurdle rate : est la rentabilité minimale qu'un fonds doit offrir à ses actionnaires avant que ses managers puissent percevoir une partie de la plus-value réalisée. Lorsque le TRI minimum est atteint, le gestionnaire peut alors toucher son *carried*. CF *carried interest**.

Institutionnel : raccourci couramment utilisé pour parler d'« investisseurs institutionnels ». Ce sont des compagnies d'assurance, des caisses de retraite, des banques qui drainent une épargne très importante et peuvent ainsi financer des fonds de *private equity* et de LBO.

Intégration fiscale : Régime fiscal optionnel (valable 5 ans) indispensable à la réussite d'un LBO. Il est soumis à des conditions particulières. Il permet une mutualisation des résultats fiscaux de toutes les sociétés du groupe. Dès lors, une seule société est redevable de l'impôt vis à vis du Trésor.

IPO (initial public offering) : introduction en bourse. L'IPO est l'une des sorties possible recherchée par les fonds de LBO désireux de réaliser leurs plus-values.

Junk-bond : obligation dont le rating est inférieur à BBB pour Standard & Poor's et à Baa 3 pour MOODY'S. Bien sûr, un rating dégradé induit un risque supérieur pour les investisseurs qui sont rémunérés par un *spread* conséquent, un taux d'intérêt élevé (*High Yield Securities*).

Kicker : Bon de souscription d'actions attribués au management de la cible dans une opération de LBO. Ces kickers permettent d'impliquer financièrement le management à la réussite du montage. On parle aussi d'*equity kicker* pour qualifier ces BSA.

LBO secondaire : LBO sur un autre LBO ! Ils sont liés à plusieurs paramètres de marché : une forte contrainte de liquidité des fonds qui ne veulent pas rester collés ; des sorties boursières moins attractives et des sorties industrielles devenues trop peu valorisées, n'assurant pas un TRI* suffisant.

Letter of intent (LOI) : la lettre d'intention est utilisée dans le processus de transmission d'une entreprise. Au cours des négociations, chacun des acquéreurs potentiels adresse au vendeur ou à ses mandats un écrit signifiant son intérêt pour l'entreprise cible. Cette lettre

peut faire référence à un prix de transaction. Juridiquement, le contenu de cette lettre n'engage pas l'acquéreur potentiel.

Leverage : voir gearing

Leveraged recap (vente à soi même) : technique financière consiste à rembourser une partie des fonds propres investis à l'origine. Les comptes courants, le plus souvent, sont alors remboursés tout en maintenant un levier constant.

- *Avantages* : ce mécanisme améliore le TRI* du fonds ; sécurise une partie de l'investissement ; peut permettre d'abaisser le coût moyen de la dette (baisse des taux, remboursement de la mezzanine...)
- *Risques* : tomber sous le coût de l'« amendement Charasse* » si rachat de titres.

LMBI (leveraged management buy-in) : opération de rachat d'une entreprise avec un/des repreneurs externes par recours à l'endettement.

LMBO (leveraged management buy-out) : opération de rachat d'une entreprise avec ses dirigeants par recours à l'endettement. Ces derniers sont majoritaires dans la structure du holding.

Management fees : honoraires versés par le fonds à la société de gestion. Ces fees correspondent à la commission de gestion annuelle prise par le fonds de LBO pour couvrir les différents frais inhérents à son travail. En moyenne, elles sont égales à 1,5%-2% des fonds levés.

Management package : ensemble contractuel définissant les modalités de l'investissement du management. Le management peut avoir des droits d'accès au capital social par *equity kicker** adossé à des mécanismes de déclenchement par paliers (*ratchet mechanism**).

Memorandum of understanding (MOU) : protocole d'accord.

Mezzanine : dans la structure de financement d'un LBO, elle correspond aux apports en OBSA (Obligations à Bons de Souscription d'Actions) souscrits par des banques ou des fonds d'investissement spécialisés.

MBI (Management Buy-In) : opération de rachat d'une entreprise impliquant financièrement une nouvelle équipe de management, extérieure à l'entreprise rachetée, idem LMBI.

MBO (Management Buy-Out) : opération de rachat d'une entreprise impliquant financièrement l'équipe de management en place, idem LMBO

Memorandum of understanding (MOU) : dossier de présentation d'une société à des investisseurs potentiels.

Middle-market : sociétés ayant une valeur d'entreprise comprise entre 100M\$ et 1b\$ (valeur pour les Etats-unis) ou dont le CA est entre \$15M\$ et 500M\$ par an.

Milestones : synonyme d'objectifs à atteindre.

Minoritaire (actionnaire) : un actionnaire est dit minoritaire lorsqu'il ne détient pas la majorité des droits de vote de la société. Il existe 2 types de minoritaires : un investisseur financier qui possède moins de capital qu'un autre fonds et les repreneurs, personnes physiques.

Si le minoritaire souhaite préserver ses intérêts et s'assurer un certain contrôle sur la gestion de l'entreprise, il pourra conclure un pacte d'actionnaire* avec les majoritaires. Ce pacte peut permettre aux minoritaires d'exercer une influence sur la société au-delà de son pourcentage de droit de vote.

NewCo (New Company) : holding *ad hoc* créée en vue de l'acquisition de la société cible. L'actif de cette holding est composé des titres de la cible achetée. Ils sont financés par des fonds propres (35% en moyenne), une dette mezzanine (15-20% en moyenne) et une dette bancaire (45-50%).

Non-binding offer : lettre d'offre indicative du prix proposé.

OBO (Owner Buy Out) : rachat d'une entreprise par un holding détenu conjointement par le dirigeant propriétaire actuel et des investisseurs financiers. Pour bénéficier de l'intégration fiscale, le vendeur ne doit pas détenir le contrôle du holding.

OpCo (Operational Company) : appellation couramment utilisée pour définir la cible dans les opérations de LBO. Il s'agit de l'unité opérationnelle qui va générer les cash flows nécessaire au remboursement de la dette contractée par le holding de reprise (via les dividendes qu'elle versera).

Open Bid : vente aux enchères d'une entreprise. Le vendeur met donc en concurrence plusieurs acquéreurs intéressés auxquels ils fournissent un même niveau d'information, en général dans le cadre d'une *data room**. Cette procédure permet au vendeur de valoriser au mieux son entreprise. Elle le place dans une position de force.

Pacte d'actionnaires : document qui définit les relations entre les actionnaires actuels et potentiels pendant la durée du LBO et au moment de la sortie. Les clauses qui définissent ce pacte ne sont pas exhaustives. Néanmoins, dans les opérations de LBO, les plus fréquentes sont

- le droit de préemption réciproque*
- le droit de forcer la vente (« drag along »*)
- le droit de sortie conjointe (« tag along »*)
- le droit de retrait*

Payment in kind (PIK) : mode de rémunération des banquiers mezzaneurs. Les PIK sont des coupons capitalisés, payés *in fine*.

Pay-out ratio (POR) : ratio qui indique la part du résultat distribuable de la cible qui sera versé au holding sous forme de dividendes (dividendes/résultat net de la cible). Dans un montage LBO, ce ratio permet, de vérifier le niveau de distribution des dividendes par rapport au résultat net. Ces dividendes permettront ensuite à assurer le remboursement de la dette. Ce POR est donc un ratio prudentiel important. Il doit être compris entre 75% et 85%.

PER (Price Earning Ratio) : Multiplicateur du bénéfice net pour déterminer la valeur de la société. Il est égal au cours de l'action divisé par le bénéfice par action.

- $PER = \text{Cours} / BPA$
- D'où, le cours d'un titre = $PER * BPA$

Il dépend donc de la croissance future des bénéfices et du risque de ces prévisions. On considère de plus en plus comme base de calcul, non plus le dernier bénéfice mais le bénéfice prévu. Il peut être interprété comme le nombre d'années de bénéfice que l'on est disposé à payer pour acquérir le titre. La force de ce multiple réside dans sa simplicité d'emploi et dans les comparaisons inter entreprises qu'il permet. En 2004, le PER du CAC 40 est d'environ 16 (Cf son utilisation dans le capital risque).

Preffered share : actions préférentielles interdites dans le droit français pourtant réclamées avec force par les investisseurs financiers. Ces *preffered* sont très utilisés par les anglo-saxons. Elles confèrent certains droits que les actions « traditionnelles » ne proposent pas. Ces droits particuliers peuvent porter sur les dividendes, la participation, un retour préférentiel à la liquidité. Les fonds de *PE* anglo-saxons les utilisent régulièrement lors de leurs prises de participation.

Private Equity (PE) : Par extension, ensemble des métiers du capital-investissement, des investissements en fonds propres dans des sociétés non cotées.

Public to private : opération de sortie de la cote pour une entreprise. On parle aussi de *P to P*. Les sociétés Labeyrie, Gautier ou encore Créatifs ont procédé à ces *P to P*.

Rachats de positions minoritaires : Rachats d'actions détenues par des actionnaires familiaux minoritaires ou par d'autres opérateurs en capital investissement.

Rachet : clause anti-dilution qui permet aux investisseurs d'ajuster la dilution en fonction du prix grâce à des bons de souscription d'actions. Le rachet est surtout utilisé dans le cadre du capital risque et des opérations de LBO.

Rachat d'entreprise par les salariés (RES) : le rachat d'entreprise par les salariés est une solution possible de transmission. Le dispositif du RES s'applique aux sociétés de plus de 10 salariés au moyen d'une société holding, spécialement constituée pour prendre le contrôle de la cible – CF Annexe juridique.

Retournement ou recovery : situation d'une entreprise qui perd de l'argent mais dont le potentiel de redressement est réel. Des fonds investissent dans ces sociétés sous-évaluées pour les restructurer et retrouver une rentabilité « normale ».

Reverse LBO : LBO introduit en Bourse. Dans les années 1980, ces reverse représentaient 10% des introductions en bourse aux Etats-Unis. Aujourd'hui, 45% des LBO américains se retrouvent en bourse.

ROCE (return on capital employed) : synonyme de rentabilité économique. Elle représente la richesse générée par le cycle d'exploitation. Elle est égale à : $\text{Rex post IS} / \text{Actif économique}$. Son calcul est indispensable pour mesurer l'effet de levier, ou de massue, d'une entreprise.

ROE (return on equity) : rentabilité financière ou rentabilité des capitaux propres (Résultat net/Capitaux propres). La formule de l'effet de levier n'est qu'une dissection de la formation du ROE.

SCR : société de capital risque (voir Annexe juridique). Statut juridique de certains fonds d'investissement.

Seed : capital amorçage ou investissement dans les sociétés très jeunes. Voir capital risque.

Shareholders : capitaux propres

Spin-off : vente d'une division ou d'une filiale d'une grosse société s'inscrivant dans le mouvement de recentrage de la mère sur son métier de base. Les scissions de *spin-off* sont à la base de beaucoup de LBO. Très souvent, cette séparation d'une branche d'activité d'un groupe en sociétés distinctes a lieu par attribution automatique des titres de la filiale sous forme de distribution de dividendes en titres. Voir *carve-out*.

Stockholders equity : capitaux propres. Synonyme de *Shareholders*.

Strip equity : modalité d'investissement du management dans les opérations de LBO.

Subordination d'une dette : dans le cas d'un LBO cela signifie que le remboursement de la dette senior est prioritaire par rapport à celui de la mezzanine. La dette subordonnée court donc plus de risques qu'une dette de 1^{er} rang (dette bancaire senior).

Sweat equity : investissement du management dans le capital social uniquement dans les opérations de LBO. Cela signifie que le management prend part au financement de l'opération au côté des financiers extérieurs.

Syndication de la dette : une opération de syndication d'une dette financière consiste en la constitution d'un pool bancaire. Il regroupe différents établissements de crédit qui mettent en commun leurs ressources pour assurer le financement. Cette syndication permet une mutualisation des risques de crédit entre les différents établissements financiers. Ce partage des risques est bénéfique pour le holding emprunteur puisqu'elle leur permet de prétendre à des levées de fonds plus conséquentes. Elle se traduit par une baisse du coût de financement.

Tag along : clause de pacte d'actionnaires* fréquente dans les opérations de LBO, qui prévoit la sortie conjointe et proportionnelle des actionnaires. Si l'actionnaire majoritaire vend sa participation, les minoritaires ont le droit de sortir aux mêmes conditions.

Taux de rentabilité interne (TRI) : taux qui annule la valeur actuelle nette (VAN). Il est le meilleur indicateur de la rentabilité d'un investissement. L'investisseur attend un TRI net compris entre 20 et 25% par an. Ce TRI versé aux fonds d'investissement est ensuite reversé aux institutionnels qui ont financé les fonds.

Term sheet : voir lettre d'intention

Théorie de l'Agence ou des mandats : cette théorie formulée par Kaplan notamment, montre qu'un endettement important permet aux actionnaires d'exercer un contrôle strict sur les dirigeants qui sont poussés à gérer au mieux l'entreprise dont ils deviennent actionnaires par

l'entremise de stock-options notamment. Les montages de LBO permettent de réduire les coûts d'agence et génèrent alors de la création de valeur.

Pierre Vernimmen l'explique très clairement : « Le dirigeant, particulièrement motivé puisqu'il participe à la plus-value, fouetté par ailleurs par un endettement très lourd, va gérer le plus efficacement possible l'entreprise, améliore les flux et donc la valeur. C'est le bâton et la carotte », *Finance d'Entreprise*. 5^{ème} édition, p.973

Titrisation : cession de créances clients ou de stock de la cible en vue de générer du *cash* rapidement, indispensable pour assurer le remboursement de la dette et le paiement des intérêts.

Top line : ligne « du haut » dans un compte de résultat ou P&L. Elle est donc synonyme du chiffre d'affaires indispensable à la compréhension du volume d'activité et du calcul des marges, opérationnelle par exemple (Rex/CA).

Track record : résultats financiers d'un capital investisseur. Un bon *track record* résulte de la concrétisation du TRI par une cession industrielle bien valorisée, par exemple.

Transmissions / successions (capital) : Cette catégorie inclut les différents types de buy-outs (Leverage/Management "buy-out" ou Leverage/Management buy-in) ainsi que les rachats d'entreprises par les salariés.

Up-side : synonyme de création de valeur potentielle, par opposition au *down-side*. L'*up-side* comprend donc les plus-values réalisées lors de la sortie du montage par les investisseurs en fonds propres et le taux de rentabilité interne (TRI*).

Valeur (création et destruction de valeur) : Pierre angulaire de la finance, on observe une création de richesse, si le retour sur investissement symbolisé par le TRI* est supérieur au return exigé. Il n'y a donc création de valeur que si le TRI *ex post* > TRI *ex ante*.

A l'inverse un ROI inférieur au taux exigé par les pourvoyeurs de fonds est destructeur de valeur.

Venture : voir capital risque.

ANNEXE JURIDIQUE

Contrats d'assurance-vie, dits DSK⁴⁶

Le nom de ce contrat est issu du nom du Ministre de l'Economie et des Finances qui en fut l'instigateur en 1999, Dominique Strauss-Kahn.

Caractéristiques des contrats DSK

Les bons ou contrats "DSK" (prévus par l'article 125-0A-I, ali. 4 du CGI) sont des produits investis en unités de compte dont l'actif est constitué d'au moins de 5% de placements à risques (FCPR, FCPI, SCR et SFI). *Ils ont pour objectif de drainer l'épargne des ménages vers des fonds de private equity* et ainsi favoriser le capital d'amorçage et le capital risque notamment. En raison des risques pris par les souscripteurs, les produits de ces contrats "DSK" bénéficient d'une *exonération d'impôt sur le revenu* lorsque ils ont une durée au moins égale à huit ans et que la sortie se fait en capital (par opposition à une sortie en rente viagère, qui est soumise à l'impôt sur le revenu après un abattement forfaitaire de 30% à 70%, selon l'âge du crédientier).

Si la sortie de ces contrats s'effectue avant le terme de huit ans, les sommes sont imposées au taux de l'IRPP ou, sur option, à un prélèvement libératoire au taux de 35%, en cas de sortie avant la quatrième année, ou de 15%, en cas sortie entre la quatrième et la huitième année.

Fonds commun de placement (FCPR et FCPI)

FCPR (fonds commun de placement à risques) ; FCPI (fonds commun de placement pour l'innovation). *Les avantages fiscaux liés à la souscription de parts*⁴⁷. Les FCPI et FCPR sont 2 types d'Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM).

FCPR : c'est un FCP créé pour drainer l'épargne publique des personnes morales et physiques et l'investir en actions ou en obligations convertibles. Pour bénéficier de la *transparence fiscale*, le fonds doit avoir un actif constitué pour 40% au moins, de parts ou d'obligations convertibles, de sociétés non cotées. Le FCPR a une durée de vie limitée dans le temps et les fonds sont levés au fur et à mesure des investissements.

⁴⁶ Je m'inspire ici des remarques faites par l'association de lobbying fiscal Croissance Plus dans son *Livre Blanc*. Association dans laquelle j'ai travaillé pendant quelques années.

⁴⁷ Vanina PAOLI-GANIN, Véronique de LALANDE, *Le Capital-Risque. Acteurs, pratiques, outils*. Actua Entreprise, Gualino Editeur, Paris, 2000, pp.48 et *sqq*.

Les **FCPI** sont des FCPR dits « fiscaux ».

Ce sont des fonds communs de placement à risques dont le portefeuille est constitué pour 60% au moins de titres de sociétés non cotées (*private equity*) sur un marché réglementé, comptant moins de 500 salariés et soumises à l'impôt sur les sociétés (IS) et dont le capital est détenu en majorité par des personnes physiques ou morales (à condition que ces dernières soient elles mêmes détenues à plus de 50% par des personnes physiques). Ces entreprises sont considérées comme innovantes, soit en raison de l'importance de leurs dépenses de R&D, soit parce qu'elles sont reconnues comme telles par un organisme indépendant (ANVAR*).

Actuellement, les porteurs de parts personnes physiques et personnes morales bénéficient d'un régime fiscal de faveur à condition que le portefeuille des FCPR respecte les conditions énoncées.

Avantage fiscal : Les personnes physiques domiciliées en France bénéficient d'une réduction d'impôt égale à 25% du montant des versements, dans la limite annuelle de 22.500€ pour les personnes mariées soumises à une imposition commune et de 11433€ pour les autres personnes, sous condition de détention pendant au moins 5 ans (article 199 terdecies 0-A VI du CGI). Les porteurs de parts personnes physiques doivent conserver les parts de FCPR et de FCPI pendant 5 ans pour bénéficier du régime fiscal de faveur (une exonération des revenus et des plus-values de cession). Le FCPI a été créé pour favoriser le démarrage des sociétés innovantes et pour attirer les personnes physiques sur le marché.

Intégration fiscale

Régime fiscal introduit en France en 1988. Si le holding détient plus de 95% des titres de sa filiale, un groupe intégré fiscalement peut alors se constituer. Le holding devient alors seul redevable de l'impôt au titre de la totalité de son résultat et de celui de sa filiale. L'intégration impose le respect de certaines conditions :

- les sociétés mères et filles doivent être assujetties à l'IS
- les filles doivent être détenues directement ou indirectement pour au moins 95% du capital par la société mère
- la mère ne doit pas être détenue à plus de 95% par une autre société soumise à l'IS
- les actionnaires qui contrôlent directement ou indirectement la société holding ne doivent pas être ceux qui contrôlaient la société rachetée

Ce régime s'applique à partir du dépôt d'une option valable 5 ans. Depuis 2000, le renouvellement de l'option a été assoupli et est devenu quasiment tacite.

Régime fiscal Mère / Fille

Dans le régime mère – fille, la cible paye l'IS. Les dividendes qu'elle verse à la NewCo ont donc déjà subi l'impôt sur les sociétés. Ils ne seront pas inclus dans les bénéfices imposables de la holding. Ainsi, à l'inverse de l'intégration fiscale, il n'y a pas de consolidation des résultats de la mère et de la cible. Par conséquent, ce régime ne génère pas d'économies d'impôts.

Ce régime peut être appliqué si les certaines conditions sont réunies :

- les titres détenus doivent être nominatifs ou être déposé dans un établissement agréé
- la participation doit représenter, depuis la loi de finances 2001, au moins 5% du capital de la société émettrice
- les titres doivent appartenir à la société mère en pleine propriété
- les titres doivent avoir été souscrits à l'émission ou avoir fait l'objet d'un engagement de conservation pendant au moins deux ans lorsqu'ils ont été acquis postérieurement

En vertu de ce régime, les produits générés par la filiale détenue par la société holding sont déductibles du bénéfice imposable de cette dernière. La société holding perçoit donc des dividendes quasiment en franchise d'impôt [Gensse, Topsacalian, 2001]

Société de capital risque (SCR)

Société qui a la forme d'une société anonyme ou d'une société en commandite par actions. Son objet est l'investissement de capitaux propres dans les petites et moyennes entreprises non cotées afin de favoriser la création, le développement, la reprise ou la transmission. La situation nette de la SCR doit être constituée de façon constante d'au moins 50% de titres de sociétés non cotées. Ce quota doit être atteint dans un délai de 3 ans.

La SCR ne peut affecter plus de 25% de sa situation nette comptable à des titres d'une même société ni détenir, directement ou indirectement, plus de 40% des droits de vote dans une même société. Cette limitation s'applique aux actionnaires de la SCR, qui ne peuvent détenir plus de 30% du capital.

La SCR peut bénéficier de la *transparence fiscale* en respectant les mêmes règles que les FCPR : les dividendes provenant de ses participations dans des sociétés non cotées échappent à l'IS si ses participations représentent au moins 50% de son portefeuille. Quant à ses actionnaires, ils sont exonérés d'impôt sur les dividendes s'ils conservent leurs actions au moins 5 ans et réinvestissent ces dividendes dans la SCR.

Sociétés de Développement Régional (SDR)

Sociétés anonymes créées par décret en 1955 sur l'ensemble du territoire, à l'exception de la région parisienne, dotées d'avantages fiscaux, dont l'objectif social est de prendre des participations dans le capital des PME. Elles sont actuellement 19 SDR en France (SDR Bretagne, SDR Normandie, SDR Méditerranée...).

Elles doivent respecter les contraintes suivantes : chaque pourvoyeur de fonds ne peut posséder plus de 25% de leur capital ; elles mêmes ne peuvent détenir plus de 35% du capital d'une société.

Du point de vue fiscal, elles sont exonérées de l'IS pour les produits engendrés par leurs portefeuilles de titres ; leurs actionnaires bénéficiaient jusqu'à maintenant d'un avoir fiscal sur la part du résultat provenant du secteur taxable⁴⁸.

⁴⁸ Pierre GENSEE, Patrick TOPSACALIAN, *Ingénierie financière*, Economica, 2001, p.227

Liste des principaux fonds de LBO internationaux

ABN AMRO Capital	Candevor	LCF Rothschild PE
Activa Capital	Chaterhouse Development	LBO France
Advent	Capital	MBO Partners
Alpha Groupe	Chequers	Montagu (ex-HSBC PE)
Apax Partners	Cinven	Natexis
Asorg Partners	CDC Equity Capital	PAI Management
Atria	CDC Ixis PE	Perfectis Private Equity
AXA Private Equity	CPR Private Equity	Permira
BC Partners	CVC Partners	PPM Ventures
Bain Capital Partners	Doughty Hanson	Royal Bank of Stocland PE
Barclays Private Equity	Duke Steet Kapital	Société Générale PE
Bridgepoint Capital	Eurazeo	Vestar
Butler	Goldman Sachs PE	Wendel Investissement
Carlyle Group	KKR (Kohlberg Kravis Roberts)	3i Gestion

Principales levées faites par les fonds en 2003

LBO > 300 M€	LBO 50-300 M€	LBO < 50 M€
Advent Apax Partners Bain Capital BC Partners Candover Carlyle Group Cinven CVC Capital Partners Doughty Hanson Eurazeo Goldman Sachs PE Industri Kapital KKR (Kohlberg Kravis Roberts) Morgan Grenfell PE PAI Management Permira Vestar Wendel Investissement	3i Gestion ABN-Amro Capital Alpha Astorg Partners AXA Private Equity Bank of America PE Barclays Private Equity Bridgepoint Capital (ex-Natwest) Butler Capital Partners CDC Ixis PE Chartehouse / Chequers Crédit Lyonnais Private Equity Duke Street Capital Electra Partners Europe Fonds Partenaires Gestion Gilde Buy-Out Fund Hicks Muse Tate & Furst ING Parcom PE LBO France LCF Rothschild Legal & General Ventures Montagu PE (ex-HSBC Capital) PPM Ventures Pragma Sagard SocGen Private Equity UBS Capital	21 Développement / 21 Invest Acland Activa-Capital Privé Acto-Finama Private Equity Argos Soditic Atria Capital Partenaires AXA Expansion Banexi Capital (BNP Private Equity) BBS Finance CIC Finances Ciclad European Acquisition Capital Finadvance Hexagone (LBO France) Industrie & Finances Partenaires IPO Irdi Léman Capital LMBO Conseil LV Capital MBO Partenaires Natexis / Initiative & Finance Orium / Industrie Partenaires Ouest Croissance Paluel Marmont Capital Pechel Industries Perfectis Private Equity Quadran Capital Partners Quartus Gestion Robertsau gestion - Sade Siparex SNVB Participations SPEF LBO Synergie Finance TCR Europe UI Union Etudes Investissements

Détail des principales levées de fonds faites en Europe en 2002-2003

Société	Fonds d'investissement	Montant M €	Positionnement	Géographie	Investisseur
Cinven	Third Thinven Fund	4300	LBO de grande taille	Europe	Une centaine de souscripteurs dont 55% en Europe
Candover	Candover 2001 Fund	2700	LBO de grande taille	Europe Continentale (50%)	110 souscripteurs institutionnels
Bridgepoint Capital	European PE Fund	2000	Mid-Market	Europe	Investisseurs institutionnels
PAI Management	PAI Europe III	1816	LBO de grande taille	Europe	BNP Paribas (250M€) ; Investisseurs Institutionnels
Barclays PE	Barclays PE Europe Fund	Premier closing 1200	Mid-Market	Europe	Barclays (545M€) ; 16 investisseurs institutionnels
Duke Street Capital	Duke Street Capital V	845	Mid-Market	Europe	Investisseurs institutionnels
Alpha Groupe	Alpha Private Equity Fund IV	500	Mid-Market	Europe	Investisseurs institutionnels
Chequers	Chequers Capital	300	Mid-Market	France	30 Investisseurs institutionnels
Access Capital Partners	Access Capital Fund	277	Mid-Market	Europe	Investisseurs institutionnels
LCF Rothschild Private Equity	LBO mid cap	Objectif 200	Mid-Market	France	LCF Rothschild (30M€), institutionnels, fortunes privées
MBO Partenaires	MBO Capital	120	Mid-Market	France	Investisseurs français, fonds de fonds et familles
Perfectis PE	Perfectis 1	80	Mid-Market	France	Euler-Sfac (16M€) et investisseurs européens
Activa Capital	Activa apital Fund FCPR	Premier closing 90	Mid-Market	France	Investisseurs institutionnels
Euromezzanine	Euromezzanine	400	Mezzanine	France	Investisseurs institutionnels
Chaterhouse Development Capital	Chaterhouse	Objectif 2500		Europe	Investisseurs institutionnels

Source : *EVCA*

Principales opérations de LBO en 2002

Actaris Services	Barclays PE
Approvia (Vivendi Universal Publishing)	Cinen, Carlyle, Apax
Bonna Sabla	AXA PE
Chimie debase Rhodia	Bain Capital
Elis	PAI
Epolis (Européenne de stationnement)	CDC Equity
Groupe Prezioso	PPM Ventures
Labeyrie	Industri Kapital
Laboratoires Vendôme	3i
Lampe Berger	L Capital, Barclays PE
Legrand	Wendel, KKR
Lustucru	PAI
Moliflor Loisirs	LGV, RBPE
Nociblé	Bridgepoint
Provimi	PAI, CVC
Retif	ABN Amro
SIAS-MPA	Butler
SigmaKalon	Bain Capital
TDF (Télédiffusion de France)	CDC Equity, Chrterhouse
Un Jour Ailleurs	Astorg
Yoplait	PAI

Principales opérations de LBO en 2003

Actaris II	Montagu (HSBC PE)
AES Laboratoire	ABN AMRO
Babou	Alpha
Carrefour Optique	Apax
Ceva Santé Animale	Industri Kapital
Domus VI	Barclays PE
Eau Ecarlate	Natexis
Ermewa	Investor in PE
Eutelsat	Eurazeo
FPEE	Atria
Fraikin	Eurazeo
Frans Bonhomme	Apax
Galaxie SA (B&B)	Duke Street Capital
Gardiner	Electra
Grandvision	PAI
Legriss	Chequers
Materis	LBO France
Medica	Bridgepoint
Protection One Europe	ABN Amro
SAFT	Doughty Hanson
Souriau (MAI)	AXA PE
Terreal	Carlyle

TABLEAUX

Tableau n°1 : Tableau de synthèse des montants levés par les entreprises en fonction des stades de développement.

En millions d'euros	au 30 juin 2001	au 30 juin 2002	au 30 juin 2003
Montant total des investissements	1.201,00	1.430,56	1.656,00
Investissements, 1er tour	683,00	1.091,49	1.407,60
Investissements, tours suivants	518,00	339,07	248,40
Création	283,00	228,08	155,00
Développement	425,00	295,65	369,00
LBO, transmission	486,00	906,82	1132,00
Capitaux levés en France	1.900,00	652,89	442,20
Capitaux levés en Europe	468,00	638,20	265,32
Capitaux levés dans le reste du monde	195,00	1.216,20	96,48
Cessions	792,00	815,62	570,00

Source : Communiqué de presse commun AFIC, PriceWaterhouseCoopers du 23 avril 2003 intitulé « *Enquête semestrielle d'activité du capital investissement menée par l'AFIC et PriceWaterhouseCoopers Premiers enseignements du Deal by Deal* ».

Tableau n°3 : Segmentation des LBO par taille d'opération en France

Valorisation	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Moins de 5M€	23	33	18	21	28	7	9	7	11	7
5M€ - 10M€	54	56	50	62	67	81	48	64	86	70
10M€ - 25M€	8	12	16	13	20	23	38	20	2	8
25M€ - 50M€	11	6	14	8	9	20	18	12	9	6
50M€ - 100M€	2	6	1	9	5	10	15	8	7	9
100M€ - 250M€	4	2	0	2	3	11	10	9	4	11
Plus de 250M€	0	0	1	1	5	3	9	8	8	11
Total	102	115	100	116	137	155	147	128	127	122

Source : Ernst & Young – Afic

Tableau n°4 : Les principaux LBO en France portent sur des spin-off.

Date	Spin-Off	Acquéreur	Cédant	Montant (millions €)
2002	SigmaKalon	Bain Capital	TotalFinaElf	1000 (estimation)
	Vivendi Universal Publihing	Cinven, Carlyle, Apax Partners	Vivendi	1200
	Legrand	KKR, Wendel Investissement	Schneder	3600
	TDF	CDC Equity Capital, Chaterhouse	France Télécom	1900
	Aventis Nutrition animale	CVC Capital	Aventis	500
2001	Materis	CVC Capital	Lafarge	890
	Antargaz	PAI	TotalFinaElf	520
	Picard Surgelés	Candover	Carrefour	930
	Cegelec	CDC Equity Capital, Charterhouse	Alstom	770
	Schlumberger activité compteurs	LBO France	Schlumberger	350

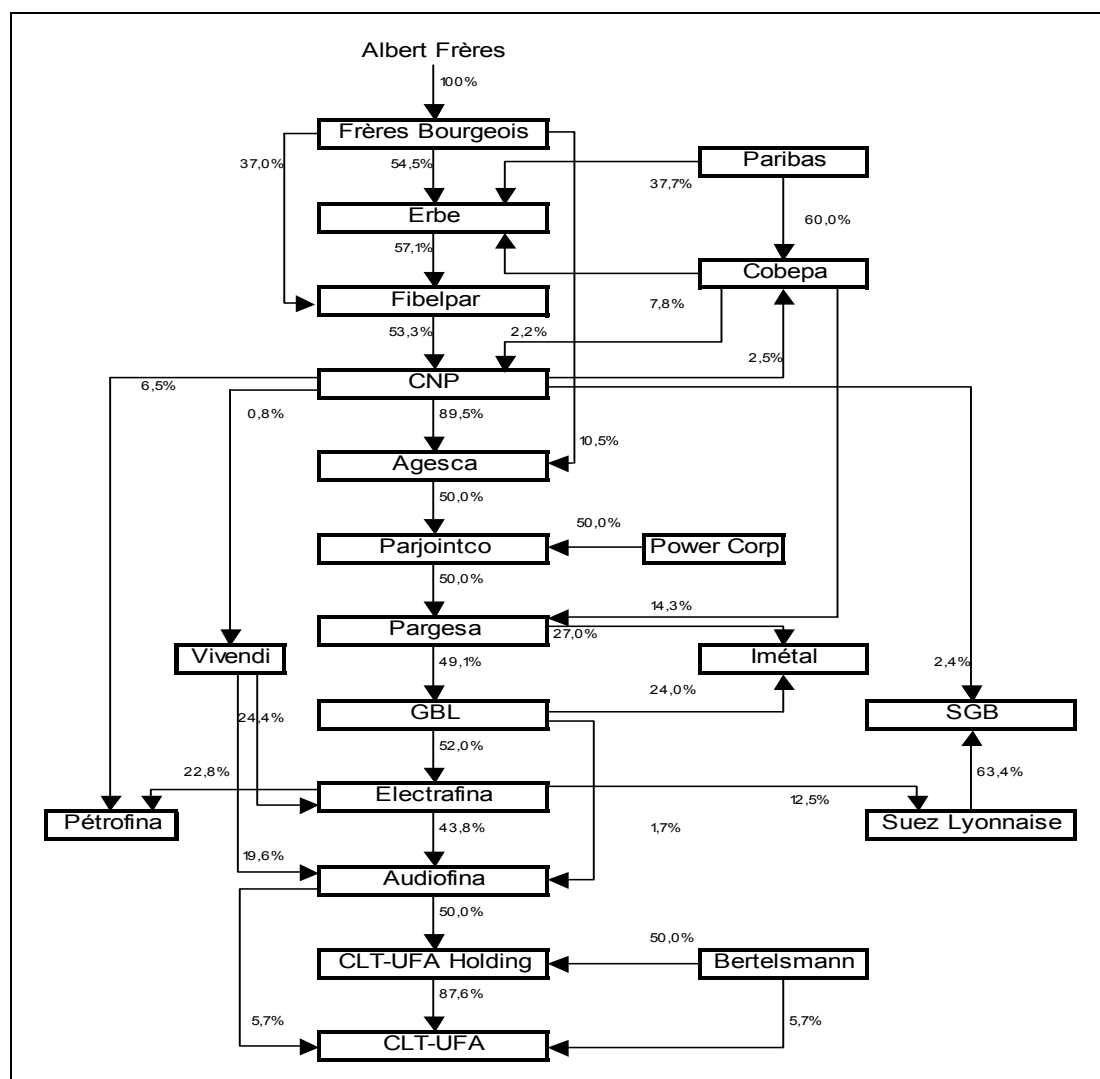
Source : Agefi

Mécanisme du levier juridique : les holdings en cascades.

Un holding tête de groupe (H_1) qui détiendrait 51% d'un holding 2 (H_2), qui détiendrait à son tour 51% d'un holding 3 (H_3) crée un effet de levier juridique. En réalité, le holding de tête ne détient que 26% ($0,51^2 = 26\%$) de H_3 mais en possède le contrôle via la structure intermédiaire H_2 . Grâce à la constitution du holding de reprise, et au fait que le reste du capital, 49%, soit souscrit par d'autres investisseurs, l'effet de levier est de quatre. Avec 26% du contrôle direct, H_1 détient 51% de la cible H_3 .

Exemple de montage en cascade exceptionnel : le groupe Albert Frères

On constate dans le montage suivant qu'Albert Frères détient 100% du holding Frère Bourgeois lequel détient à son tour directement un peu plus de 50% d'un sous holding qui détient à son tour plus de 50% des sociétés intermédiaires. Le premier investissement, majoritaire, permet de démultiplier le pouvoir du holding de tête et de faire jouer à plein le levier juridique [* Source : Le journal des finances, 7 mai 1998, p.7].



Exemple de P&L prévisionnel et de calcul de DCF

Un compte de résultat prévisionnel permet de calculer ces DCF (*Discounted cash flows*) ou FCF (*Free cash flows*)

Les chiffres utilisés dans le business plan sont hypothétiques mais n'en sont pas moins réalistes.

Les FCF sont élaborés à partir :

- de données que nous avons choisi arbitrairement (taux de croissance du CA, taux de croissance des marges, coût du capital)

Taux de croissance du CA	1,5%
Taux de croissance des charges	1%
Coût du capital	10%
IS	33%

- d'un **compte de résultat prévisionnel** élaboré à partir de ces données de marché.

	Compte de résultat prévisionnel							
Année	0	1	2	3	4	5	6	7
CA	1 000	1 015	1 046	1 093	1 161	1 250	1 367	1 517
Charges d'exploitation	500	505	515	531	552	580	616	661
EBE	500	510	531	563	608	670	751	857
Amortissements	100	100	100	100	100	100	100	100
Rex	400	410	431	463	508	570	651	757

- de **bilans prévisionnels** qui permettent de mesurer les investissements et désinvestissements (Capex) engagés par notre société, ainsi que les variations de BFR (Δ BFR).

	Bilan							
Immobilisations d'exploitation nettes	500	603	709	818	930	1 046	1 165	1 287
BFR	150	152	152	152	152	152	152	152
Actif économique	650	755	861	970	1 083	1 198	1 317	1 439

A partir de ces comptes de résultats et bilans prévisionnels, il est possible de calculer les FCF.

Rappelons qu'ils sont égaux à $EBE_{\text{prévisionnel}} - \Delta BFR - IS_{\text{sur Rex}} - \text{Investissements nets}$

	Free cash flows prévisionnels							
EBE	500	510	531	563	608	670	751	857
- ΔBFR		2	0	0	0	0	0	0
- IS calculé sur le Rex	132	135	142	153	168	188	215	250
- Investissements *	200	203	206	209	212	215	219	222
FCF	168	169	182	201	228	266	317	385
FCF actualisés	168	154	151	151	156	165	179	198
Somme des flux actualisés	1 154							

* Le montant des investissements se retrouve dans les tableaux de flux prévisionnels. Dans le TER⁴⁹, le montant des investissements de l'année « t » se calcule en résolvant l'équation suivante : $\text{Immobilisations nettes}_n = \text{immobilisations nettes}_{n-1} + \text{investissements}_n - \text{dotations aux amortissements}_n - \text{valeur nette comptable des actifs cédés}_n (\text{VNCAC}_n)$.

⁴⁹ Tableau Emploi Ressources : tableau qui récapitule l'ensemble des ressources à la disposition de l'entreprise et leurs affectations en tant qu'emplois. Ce tableau peut être historique, et reprendre les événements passés ou être prévisionnel. Il est alors appelé tableau de financement.

Exemple de calcul du coût du capital.

Imaginons que cette société comparable ait les caractéristiques suivantes :

- Action cotée : 500 €
- Dividendes attendus : 70 €
- Sachant que le cours d'un titre est égal aux dividendes versés divisés par K_{FP}
- Avec K_{FP} : coût requis par les actionnaires.

L'observation des marchés indique donc que $K_{FP} = 70 / 500 = 14\%$. Ce taux indique l'espérance de rendement exigée par les pourvoyeurs de fonds propres.

Il est aussi égal au MEDAF $= r_f + \beta_{FP} * [\text{prime de risque de marché anticipée}^{50}]$. La prime de marché est égale à $E(r_M) - r_f$.

Dimson, Marsh et Staunton signale que sur 100 ans, la moyenne de la prime de marché, en France, est égale à 5% environ⁵¹.

Avec :

- $E(r_M)$ = espérance de rentabilité du marché action. Elle est égale à l'espérance d'évolution de l'indice CAC 40 par exemple pour une *blue chip**.
- $r_f = \text{risk free}$, taux sans risque ou taux des Obligations Assimilables du Trésor (OAT). Ces obligations sont prises en compte car il est admis que le risque de défaut de l'Etat français est nul, il est donc qualifié de « *free* ».

Cela signifie que si K_{FP} est égal à 14%, la prime de marché à 5% et r_f à 4% (hypothèses de travail), alors le bêta des fonds propres (β_{FP}) est égal à : $[K_{FP} - r_f] / \text{prime de marché}$. Dans notre exemple, il est donc égal à : $\beta_{FP} = (14\% - 4\%) / 5\% = 2$.

Ce β , qui est le coefficient de volatilité de la performance d'un titre par rapport à la performance du marché, indique que si le marché augmente (ou baisse) de 10% par exemple, le cours de notre titre augmentera (ou baissera) de $10\% * 2 = 20\%$.

⁵⁰ On distingue la prime de risque constatée, ou historique, qui est issue de la comparaison de la performance annuelle observée sur le marché action par rapport au taux d'intérêt sans risque (r_f) à long terme. La prime de risque anticipée qui doit être utilisée dans le MEDAF, peut être calculée en estimant les flux futurs des sociétés et en trouvant le taux d'actualisation qui permet de passer des flux au cours de bourse actuellement observé (Finance d'entreprise, Pierre Vernimmen, p.467).

⁵¹ La prime de risque dans différents pays de l'OCDE : 5% aux Etats-Unis et en Italie; 6,2% au Japon ; 4,4% au Royaume-Uni.

Munis de notre β_{FP} , nous pouvons déterminer le β de l'actif économique (β_{AE}) en le « deleverageant », c'est à dire en neutralisant l'impact de notre structure financière, le leverage, sur K_{FP} .

La formule pour passer de β_{FP} au β neutre (β_{AE}) est : $\beta_{AE} = \beta_{FP} / [1 + (1 - \text{taux d'IS}) * L]$

Prenons pour notre entreprise cible un rapport dettes nettes sur fonds propres, ou levier « L », égal à 1. Les dettes sont égales à 100 et les fonds propres à 100. Le β_{AE} est égal à : $2 / [1 + (1 - 33\%) * 1] = 1,2$

Nous posons que le taux d'imposition pratiqué est de 33%.

Par une nouvelle application de la formule du MEDAF au β de l'actif économique nous pouvons déterminer le coût de l'actif économique qui nous servira de taux pour actualiser nos DCF prévisionnels. Le coût de l'actif économique (K_{AE}) est donc égal à : $r_f + \beta_{AE} * (\text{prime de marché})$ soit, avec les données de nos hypothèses : $K_{AE} = 4\% + 1,2 * (5\%) = 10\%$.

Comme la somme des flux actualisés additionnés à la valeur résiduelle⁵² est égal à 3 513 la valeur du holding de reprise (ANC), par exemple financé à 30% par des fonds propres, est égale à $3\,513 * 30\% = 1\,054$. Le reliquat est financé par de la dette. Si l'entreprise value de la cible reste stable, la valeur du holding de reprise, après amortissement total de l'emprunt, sera de 3 513. Le TRI *ex post* sera alors de 27% par an.

Année	0	1	2	3	4	5
Flux des investisseurs	- 1 054	-	-	-	-	3 513
TRI	27%					

⁵² Cf. partie intitulé : « utilisation du modèle de croissance perpétuelle »

Synthèse des résultats obtenus par Kaplan⁵³.

Résultats empiriques concernant la performance post-LBO des cibles

Auteur	Année	Echantillon	Variables analysées	Méthodologie	Résultats
Kaplan	1989	48 MBO de 1980 à 1986	* Cash flow opérationnel * Dépenses d'investissement * Cash flow net*	* Analyse ces 3 variables sur les 3 années suivant le rachat par rapport aux chiffres de l'année présentant le MBO * Comparaisons sur les montants absolus, sur le rapport entre chaque indicateur et le total du bilan et sur le rapport entre chaque indicateur et les ventes * Ajustement par rapport à l'évolution moyenne observée dans le secteur d'activité de la firme.	* Augmentation de 24% du cash flow opérationnel la 3ème année * Augmentation régulière du cash flow net (22%, 41%, 80% sur les 3 premières années).

Synthèse des travaux d'Opler⁵⁴

Résultats empiriques concernant la performance post-LBO des cibles

Auteur	Année	Echantillon	Variables analysées	Méthodologie	Résultats
Opler	1992	44 opérations sur retour à la propriété privée réalisés entre 1985 et 1989	* Cash flow opérationnel * Données comptables diverses * Cash flow net	* Statistiques descriptives * Calcul de ratios	* Augmentation moyenne de 16,5% du ratio profit opérationnel/ventes * Augmentation significative du cash flow net * Augmentation moyenne de 40,3% des profits opérationnels par employés

⁵³ Je renvoie le lecteur à l'article d'Anne-Laure Le Nadant, « La performance des sociétés cibles dans les opérations de LBO : étude du marché français », *Analyse financière*, n°116, pages 67 à 85, septembre 1998, d'où sont extraits les deux tableaux présentés sur cette page.

⁵⁴ Ibidem.

BIBLIOGRAPHIE INDICATIVE

LIVRES

Manuels généralistes

- COZIAN M, VIABDIER A, DEBOISSY FL. *Droit des sociétés*, 13ème édition, Litec, Paris, 2000.
- GENSEE Pierre, TOPSACALIAN Patrick, *Ingénierie financière*, Economica, 2001.
- SILLERO Alberto, *Ingénierie juridique et financière. Lexique de Corporate Finance*, Editions Eska, Deloitte & Touche, Paris 2001.
- VERNIMMEN Pierre, *Finance d'entreprise*, 5ème édition par Pascal Quiry et Yann Le Fur, Dalloz Gestion, Série Finance, Paris, 2002.

Livres sur le LBO

- CHERIF Mondher, *Ingénierie financière & Private Equity*, Revue Banque Edition, Collection Marchés Finance, Edition l'Organisation, Paris, 2003.
- CHERIF Mondher, *Leveraged Buy Out : aspects financiers*, Revue Banque Edition, Collection Marchés Finance, Edition l'Organisation, Paris, 2004.
- DELFOSSE Alain, *Holdings et reprise d'entreprise : LBO et LMBO, rachat par les cadres*.
- F.GIRAULT et R.ZISSWILLER, *Finances modernes, théorie et pratique, t.2*, Dunod, 1973.
- MEDUS Jean-Louis, *Ingénierie financière et opération à effet de levier*, 1991. Manuel clair. Je lui préfère celui de Gensse et Topsacallin.
- PAOLI-GANIN Vanina, LALANDE Véronique de, *Le Capital-Risque. Acteurs, pratiques, outils*. Actua Entreprise, Gualino Editeur, Paris, 2000.
- ROBERT S., *30 ans de structure financière*, Thèse pro. De Mastère & Finance à l'ESCP.
- THOUMIEUX, *Le LBO. Acquérir une entreprise par effet de levier*, Economica, Paris, 1996.

RAPPORTS

Association Française des investisseurs en capital (AFIC)

- « Livre Blanc LBO » (2002)
- « LBO - Guide Pratique » (2003)

« Guide évaluation – LBO » (2003)

« Rapport sur la performance du capital investissement en France 2001 » (en collaboration avec Barbier Finault & Associés et Ernst & Young).

AFIC et Cabinet Constantin

« LBO et développement de l'entreprise en France », janvier 2004

Ernst & Young.

« 1993-2002, Rapport sur la performance du capital investissement en France ».

PriceWaterHouseCoopers.

« Opérations de LBO : les attentes des prêteurs senior et des mezzaneurs en matière de diligence » (Avril 2003).

ARTICLES

- "Le leverage buy-out", *Banque & Marchés*, n°32, janvier - février 1998, p.53-58.

- "L'incidence des LBOs sur la politique d'investissement et la gestion opérationnelle des firmes acquises : le cas français", *Finance Contrôle Stratégie*, vol.5, n°4, décembre 2002, p.79-106 (en collaboration avec Alain Schatt).

- "Le marché français des LBO, LMBO, RES : après le développement, la maturité", *Fusions et Acquisitions*, n°47, juin 1993, p.31-41.

- « Rachat d'entreprise avec endettement (LBO et MBO), motivations micro-économiques, effets sur l'efficacité des entreprises et risques macro-économiques », Patrick Artus, *Economie et prévision*, 1992.

- « Le rachat d'actions crée-t-il de la valeur ? », Michel ALBOUY, *Expansion Management Review*, 2001-2002, n°103.

- « Les risques liés au LBO : la fusion de la cible et du holding », *Revue des sociétés*, 1996-10/12, n°4, p747-768.

- « Endettement, Free cash flow et création de valeur », Laurent BATSCHE, revue du CEREG, 1999.

- « Réflexions sur la politique optimale de dividendes en présence de coûts d'information », Mondher BELLALAH, revue du CEREG, 2000

- « Management sponsored LBO's : consideration for valuation », Kaufman Richard F., *Management international Review*, 3ème trimestre, 1992, pp251-263.

- « Essoufflement du marché des *buy-outs*, *buy-ins* », Philippe DESBRIERES, *Fusions & Acquisitions*, pages 24 à 35, juillet - août 2001.

- « La performance des sociétés cibles dans les opérations de LBO : étude du marché français », Anne-Laure Le NADANT, *Analyse financière*, n°116, pages 67 à 85, septembre 1998.
- « Le financement des opérations à effet de levier », D.MEZZED, *Banques & Marchés*, n°39, pages 16 à 26, mars - avril 1999.
- « Le LBU, une alternative innovante pour les entreprises confrontées au défi de la croissance », Xavier MORENO, *Fusions & Acquisitions*, pages 46-47, juillet – août 1999.
- « Mezzanine : la nouvelle donne », Guy FABRITIUS Louis VAILLANT, Euromezzanine Conseil, Juin 2000.
- « La mezzanine, une nouvelle classe de financement », Guy FABRITIUS & Louis VAILLANT, *French financial Market 2001, A new financing class*, p. 9, Euromezzanine Conseil.
- « La mezzanine à l'épreuve du temps et des turbulences », Guy FABRITIUS & Louis VAILLANT, *International Mergers and Acquisitions reviews 2002-2003*, p.58.

SITES INTERNET.

- www.bfinance.fr
- www.amf-france.org
- www.ey.com/fr
- www.vernimmen.net