

Les LBO



S'appuyer sur le management pour faire levier.

- 50.1 Le rachat de l'entreprise par effet de levier, ou *Leveraged Buy-Out* en anglais (LBO), est l'acquisition du contrôle d'une société par un ou plusieurs fonds d'investissement spécialisés, financée majoritairement par endettement. Il entraîne le plus souvent une amélioration des performances opérationnelles de cette société compte tenu de la révolution culturelle qu'il induit dans le comportement des dirigeants dont la motivation est fortement accrue.

C'est un miracle de la finance lorsqu'un financier réussit à payer plus cher qu'un industriel qui bénéficie pourtant de synergies ; mais attention aux faux-semblants, la création de valeur n'est pas toujours là où l'on croit ! La théorie de l'agence nous sera bien utile car nous verrons que l'innovation fondamentale des LBO réside dans un mode de gouvernance plus efficace dans bon nombre de situations.

Section 1 ■ Le montage

1 ■ Principe

- 50.2 D'un point de vue technique, il est constitué d'une société holding (c'est-à-dire une société dont la vocation exclusive est de détenir des titres financiers) qui s'endette pour acheter une autre société (« la cible »). La société holding payera les intérêts de sa dette et remboursera le principal à partir des excédents de trésorerie dégagés par la société rachetée et par le produit de la revente de celle-ci. Dans le jargon, le holding de reprise est appelé de façon générique *NewCo* ou *HoldCo*.



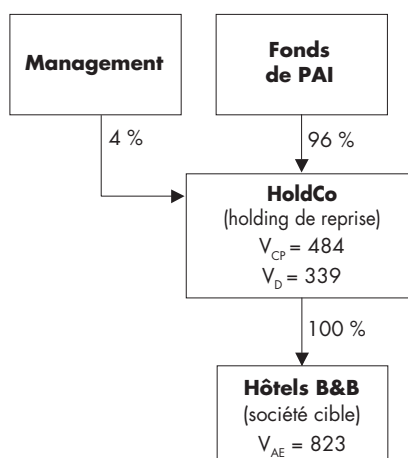
Titre 1 ■ La gouvernance et l'ingénierie financière

Les actifs exploités sont les mêmes avant et après l'opération de LBO. Seule la structure financière du groupe est modifiée. Les capitaux propres consolidés ont largement diminué, les anciens actionnaires se sont partiellement ou totalement désengagés.

D'un point de vue purement comptable, ce schéma permet de faire jouer l'effet de levier (voir chapitre 14).

Prenons ainsi l'exemple des hôtels B&B cédés en mars 2016 par Carlyle et Montefiore à PAI pour une valeur de l'actif économique de 823 M€. Le chiffre d'affaires 2015 était de 344 M€ et l'excédent brut d'exploitation de 73 M€.

L'endettement de la holding de reprise est constitué par un emprunt à 7 ans de 339 M€ portant intérêt à Euribor + 5%, avec un plancher de 1% pour Euribor.



Comptablement, on a :

Bilan réévalué de la société rachetée (cible)		Bilan social du holding de reprise		Bilan consolidé du groupe	
Actif économique 823 M€	Capitaux propres 823 M€	Actions de la société rachetée 823 M€	Capitaux propres 484 M€	Actif économique 823 M€	Capitaux propres 484 M€
			Dettes 339 M€		Dettes 339 M€

On constate que les capitaux propres réévalués consolidés ont été réduits de 41% par rapport à la situation précédente.

Un LBO est une opération de destruction souvent massive de capitaux propres.

Au niveau du compte de résultat, sous l'hypothèse d'un coût de l'endettement de 6% avant impôt, la situation est la suivante :

Données en M€ ¹	Hôtels B&B	Société holding	Consolidé
Résultat d'exploitation	54	36 ²	54
- Frais financiers	0	20	20
- IS à 34 %	18	0 ³	13 ⁴
= Résultat net	36	16	21

¹ Données estimées sur la base des informations publiques.

² Sous l'hypothèse d'un taux de distribution de la société rachetée de 100%.

³ La société holding bénéficie du régime mère-fille français (voir paragraphe 41.9), les dividendes reçus ne sont donc pas imposables et le holding n'est donc pas imposé dans la pratique.

⁴ En supposant l'application du régime d'intégration fiscale et l'application du plafond de 75% de déductibilité des frais financiers.

2 ■ Les différents types d'opérations

50.3 Le terme général est « rachat avec effet de levier » ou, en anglais, *Leveraged Buy-Out* : LBO lorsqu'un investisseur financier rachète ainsi une société. Mais il existe des variantes :

- lorsqu'il est mis en place en s'appuyant sur l'équipe dirigeante on l'appelle (*Leveraged*) *Management Buy-Out* : (L) MBO, et avec tout ou partie des salariés, rachat de l'entreprise par les salariés (RES) ;
- si des cadres extérieurs sont associés à l'opération (autrement dit, lorsque l'investisseur financier met pour partie en place une nouvelle équipe de management), ce sera en anglais un *Management Buy-In*, MBI (si toute l'équipe de management est renouvelée) ou un BIMBO (combinaison d'un *Buy-In* et d'un *Management Buy-Out*) ;
- on parle de *Build-up* lorsqu'un LBO procède à des acquisitions d'autres sociétés de son secteur afin de créer des synergies industrielles, ces acquisitions étant financées essentiellement avec de la dette ;
- et enfin d'*Owner Buy-Out* (OBO) lorsque l'actionnaire principal rachète par endettement les actionnaires minoritaires.

3 ■ Régime fiscal en France

50.4 Si l'on raisonne au niveau de la société holding, celle-ci n'a pas d'activité commerciale ; les dividendes qu'elle reçoit de la cible bénéficient du régime mère-fille (voir paragraphe 41.9), son résultat fiscal est donc nul. Par définition, elle ne dispose donc pas de produits imposables sur lesquels imputer les frais financiers qu'elle paye sur la dette d'acquisition et ceux-ci ne génèrent donc théoriquement pas d'économie d'impôt.

Le schéma décrit ci-dessus perd alors une part de son intérêt. Pour remédier à cet inconvénient, il faut qu'il y ait « fusion fiscale » des résultats de la cible et de ceux de la société holding. Trois solutions sont possibles pour arriver à ce résultat : **l'intégration fiscale, la fusion proprement dite ou le *debt push down***.

L'intégration fiscale des résultats entre une société mère et sa fille est possible en France pourvu que la société mère détienne 95% du capital de la fille. En utilisant cette possibilité, la société holding peut imputer ses frais financiers sur le résultat avant impôt de la cible. L'économie fiscale est alors réalisée.

Mais attention, fiscalement, les intérêts des emprunts contractés par le holding pour racheter la société ne sont déductibles¹ que si les actionnaires directs ou indirects du holding ne sont pas majoritairement les anciens actionnaires de la société rachetée (selon la règle dite de « l'amendement Charasse »).

¹ Pour 75% de leur montant en France.

Titre 1 ■ La gouvernance et l'ingénierie financière

La deuxième possibilité est de réaliser, après le rachat, une fusion entre la cible et la société holding. Cette solution nécessite une mise en place plus lourde que la précédente (votes en assemblée générale, rapport des commissaires à la fusion...) et pose quelques problèmes :

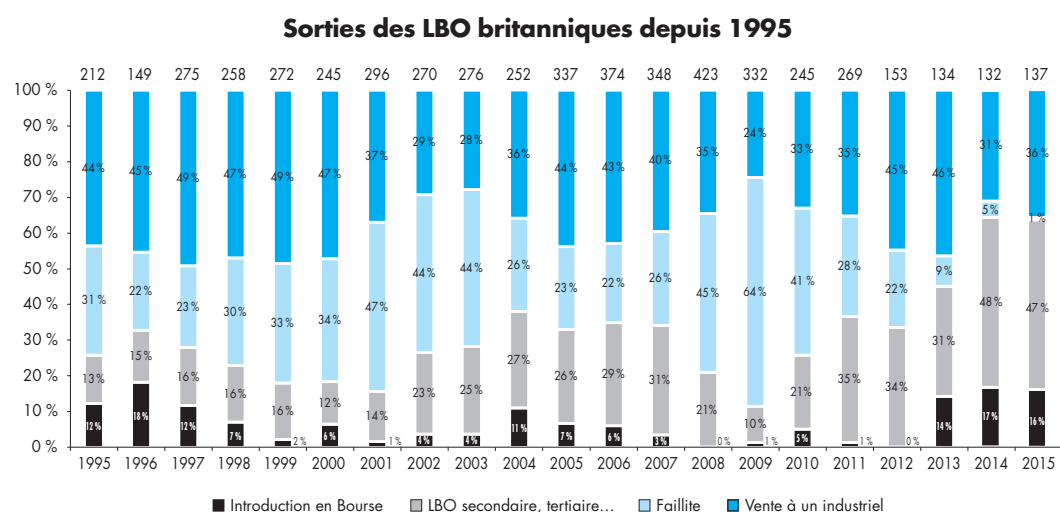
- **financiers** : une fusion rapide, s'il existe des minoritaires au niveau de la société rachetée, va entraîner une dilution très forte du contrôle des actionnaires du holding de rachat puisque, comme nous l'avons vu plus haut, la valeur des capitaux propres de ce holding est plus faible que la valeur de la société rachetée compte tenu de la dette de ce holding ;
- **juridiques** : une fusion rapide post-LBO pose un problème juridique puisque la loi interdit à une société de donner des garanties pour racheter ses propres actions. Or l'endettement du holding, en cas de fusion rapide va bien se retrouver au bilan de la société rachetée ;
- **fiscaux** : en cas de fusion rapide, l'administration peut contester la déductibilité des frais financiers des prêts initialement contractés par le holding en arguant que la société rachetée n'a aucun intérêt à fusionner et que la fusion lui a été imposée par son actionnaire majoritaire, la société holding.

Toutes ces raisons font qu'il est rare qu'une fusion post-LBO puisse se faire en France avant un délai de « décence » de l'ordre de 2/3 ans.

Alternativement, il pourra être procédé à un **debt push down**, littéralement faire descendre la dette de la holding au niveau de la société opérationnelle, le plus souvent par le biais d'un dividende exceptionnel ou d'une réduction du capital au profit de la société holding et que la société cible finance par endettement. Lorsque cette dernière est cotée, un expert indépendant rédige habituellement une **opinion de viabilité** qui atteste que son endettement n'est pas devenu excessif.

4 ■ Les sorties du montage

50.5 La durée d'un LBO dépend à la fois de la vitesse à laquelle le fonds de LBO peut améliorer les performances de l'entreprise et de sa capacité à la recéder à un tiers ou en Bourse. Rarement plus courte que deux ans dans les périodes d'euphorie, elle peut atteindre 7-8 en période de basses eaux. Différentes options existent pour déboucler un LBO :



Source : CMBOR / EVCA.

- la cession à un industriel. Remarquons qu'en général, la société n'avait pas, en premier lieu, attiré les industriels et c'est pour cela qu'un financier avait pu l'acquérir. Les conditions de marché ou le profil de la société doivent avoir changé pour que les industriels soient de nouveau intéressés. C'est ainsi que Sandro Maje Claudie Pierlot a été cédé en 2016 par KKR au groupe textile chinois Shandong Ruyi ;
- l'introduction en Bourse. La sortie par introduction ne peut cependant se faire que par étapes. Par ailleurs, elle ne permet pas d'obtenir une prime de contrôle (au contraire, elle pâtit de décotes, d'abord d'introduction en Bourse puis de placement, voir chapitre 29). Toutes les sociétés, de par leur taille ou leur profil d'activité, ne se prêtent pas nécessairement à une introduction en Bourse. Elle est, en revanche, plus attractive pour l'équipe dirigeante qu'une vente à un industriel concurrent. C'est ainsi qu'en 2016 Maisons du Monde a été introduit en Bourse par Bain Capital ;
- la cession à un autre fonds qui, lui-même, met en place un nouveau montage de LBO. On parle alors de LBO secondaire, voire tertiaire ou quaternaire comme B&B ;
- les *leverage recap* qui consistent pour le fonds de LBO, après avoir détenu l'actif quelques années, à le réendetter¹. Cette opération ne représente pas réellement une sortie, car le fonds reste l'actionnaire de la société, mais elle permet une sortie partielle des capitaux propres initialement investis et contribue ainsi à la performance du fonds par l'amélioration du TRI. Elles avaient complètement disparu depuis 2008 en raison de la fermeture du marché de la dette de LBO et reviennent depuis 2013 avec par exemple celle de Verallia en juin 2016 ;
- la prise de contrôle par les créanciers, qui pensent que la société opérationnelle est viable, mais les dettes du LBO sont devenues trop importantes. Ils transforment alors une partie de leurs dettes en capitaux propres diluant les actionnaires qui n'ont pas voulu injecter de l'argent frais mais sont d'accord pour éviter la faillite. C'est ainsi que les créanciers de Terreal, Frans Bonhomme, Solocal, Vivarté et La Saur ont pris le contrôle de ces sociétés ;
- la faillite lorsque la société cible n'arrive plus à remonter assez de dividendes à la société holding pour que cette dernière puisse faire face aux échéances de sa dette, et que les créanciers et les actionnaires de celle-ci n'arrivent pas à se mettre d'accord sur un plan de recapitalisation² et une renégociation des caractéristiques des dettes (montant, durée, taux, *covenants*). Energy Future-TXU, plus gros LBO de l'histoire, a ainsi fait faillite en 2014. C'est finalement assez rare en France car les créanciers sont poussés au compromis, c'est-à-dire à des abandons ou un rééchelonnement des créances, voire à prendre le contrôle, car ils ne peuvent pas prendre des garanties sur les actifs de la cible tant que leurs créances sont sur le holding. Par ailleurs, sauf cas de *debt push down*, la société cible est peu endettée car la dette est localisée au niveau de la holding.

La sortie du montage sera d'autant plus aisée que le fonds de LBO aura pu améliorer la rentabilité et/ou faire croître l'entreprise. Ceci pourra prendre la forme d'un plan de croissance interne par extension géographique ou de la gamme de produits, d'un plan de restructuration ou de réduction des coûts, d'amélioration de la gestion du BFR ou d'une série d'acquisitions d'entreprises du secteur. L'accroissement de la taille sera important en particulier dans le cas d'une introduction en Bourse car la taille contribue à une meilleure liquidité et donc à une meilleure valorisation en Bourse.

¹ En versant un dividende exceptionnel ou bien en remboursant tout ou partie du compte courant actionnaire, financé par un nouvel endettement.

² Une vraie dette fois-ci !

Titre 1 ■ La gouvernance et l'ingénierie financière

Ceci étant dit, une société dont le LBO échoue par incapacité à rembourser la dette est souvent alors dans une piètre situation. Les investissements auront été coupés, les meilleurs salariés qui ont compris la réalité de la situation sont partis, les autres sont démotivés. C'est un vrai défi de la redresser !

Section 2 ■ Les différents acteurs

50.6 Le marché des LBO s'est fortement structuré depuis le début des années 1990. L'ensemble des acteurs directs (fonds, banques) ou indirects (conseils financiers, juridiques, stratégiques, du management) traitent l'activité LBO comme un métier spécifique avec des équipes dédiées. Les industriels et les dirigeants sont devenus familiers de ce type de structures.

1 ■ Les cibles potentielles

50.7 Le montage que nous venons de décrire n'est, *a priori*, envisageable qu'avec des cibles présentant certaines caractéristiques. Théoriquement, l'entreprise rachetée doit dégager des flux de trésorerie suffisants et assez stables dans le temps pour faire face au service de la dette contractée par la société holding. La société reprise ne doit pas avoir des besoins d'investissement trop importants. C'est donc plutôt une entreprise ayant atteint le stade de la maturité, évoluant dans un secteur d'activité sans variation importante de conjoncture.

Le risque industriel doit être limité ; en effet, le financement par LBO va déjà faire peser sur la société un risque financier important. Les cibles retenues évoluent donc dans des secteurs où les barrières à l'entrée sont importantes et où les risques de substitution sont faibles. Il s'agit souvent de secteurs de niche dans lesquels la cible dispose d'une part de marché confortable ou de plus grosses entreprises bénéficiant de positions de marché confortables (comme TDF ou Siaci).

Les 10 plus gros LBO de l'histoire

Nom	Date	Secteur	Equity sponsor	Valeur (Md\$)
TXU	2007	Énergie	KKR/TPG	45
Equity Office	2006	Immobilier	Blackstone	36
HCA	2006	Santé	Bain/KKR	33
RJR Nabisco	1988	Agroalimentaire	KKR	30
Heinz	2013	Agroalimentaire	Berkshire Hathaway, 3G Capital	28
Kinder Morgan	2006	Énergie	Carlyle	27
Harrah's Entertainment	2006	Casino	Apollo/TPG	27
First Data	2007	Technologie	KKR	27
Clear Channel	2006	Média	Bain/Thomas Lee	27
Alltel	2007	Télécom	Goldman Sachs/TPG	27

Source : Thomson Financial.

Les cibles idéales étaient traditionnellement de pures « vaches à lait ». Au cours du temps, on a observé une évolution graduelle vers des sociétés à plus forte croissance ou pour lesquelles des opportunités de consolidation du secteur existent. L'aversion au risque des investisseurs se relâchant, on a vu certains fonds investir dans des secteurs plus difficiles dont les revenus sont, par nature, volatils ou cycliques avec des investissements très importants et des mutations de marché très rapides, comme les équipementiers automobiles ou le secteur de la technologie ou d'autres se spécialisant dans des entreprises en restructuration.

La crise de l'été 2007, l'arrêt brutal des opérations de LBO notamment après la faillite de Lehman, et la réouverture très progressive du marché des LBO en Europe depuis la fin 2009 ont entraîné un retour vers des acquisitions plus rassurantes, c'est-à-dire des entreprises de taille plus petite, rarement au-dessus de 3 Md€, générant des flux de trésorerie avec une bonne visibilité.

2 ■ Les vendeurs

Ces dernières années, plus de la moitié des opérations correspondent à des LBO secondaires, tertiaires ou plus (Foncia, B&B, Ethypharm, Françoise Saget).

50.8 Un large nombre de PME européennes s'est créé ou fortement développé sous l'impulsion de leur actionnaire majoritaire dirigeant durant les années 1960-1970. Arrivant à l'âge de la retraite, ces dirigeants/actionnaires souhaitant céder leur entreprise sont tentés par les fonds de LBO comme alternative à la cession au concurrent direct souvent perçu comme « le diable en personne » (Prosodie) ou à une sortie par la Bourse qui peut être difficile (Berteil). Cette réaction peut être exacerbée lorsque l'entreprise porte le nom de la famille, nom qui risque d'être perdu par la cession à un autre industriel (Delachaux).

De nombreux secteurs sont aujourd'hui tellement concentrés que lorsqu'une entreprise d'une taille significative doit être cédée, seuls des acheteurs financiers peuvent réglementairement acquérir l'entreprise dans son ensemble. Ou, ce qui est équivalent, les conditions qui seraient imposées par les autorités de contrôle des concentrations sont telles pour les acheteurs industriels que le prix qu'ils peuvent mettre en avant n'est pas compétitif malgré les synergies éventuelles. Ces opérations correspondent souvent aux opérations de taille plus importante (division électronique de défense de Airbus reprise par KKR).

Citons enfin les opérations de *public to private* qui consistent à monter un LBO sur une société cotée et à la sortir de la Bourse. Cette solution pourra être retenue pour les sociétés petites et moyennes délaissées par les investisseurs et dont le cours est peu liquide et visiblement sous-évalué par le marché (Homair Vacances).

En France, ce montage se heurte à la nécessité pour le holding de reprise de détenir 95 % de la cible si elle souhaite instaurer une intégration fiscale et lancer une procédure de retrait obligatoire permettant de quitter la Bourse (voir paragraphe 48.32). L'Autorité des marchés financiers n'accepte pas jusqu'à présent des offres publiques conditionnées à l'obtention de 95 % du capital. Si une telle condition était posée et que l'initiateur de l'offre recueille moins de 95 % des actions, son offre serait ainsi déclarée sans suite. Les fonds lançant une OPA sur une société cotée ne peuvent donc pas être certains de pouvoir obtenir l'intégration fiscale rendant les frais financiers de la dette d'acquisition fiscalement déductibles, ce qui constitue un frein à ce type d'opérations, même si les techniques de *debt push down* peuvent partiellement y remédier (Provimi, Solocal...).

Titre 1 ■ La gouvernance et l'ingénierie financière

3 ■ Les fonds de LBO : les investisseurs en capitaux propres

50.9 Le montage d'une opération de LBO nécessite un savoir-faire particulier, c'est pourquoi des fonds d'investissements sont spécialisés dans ce type d'opérations. On les appelle des *private equity sponsors* (PES) en anglais puisqu'ils investissent des capitaux propres dans les entreprises non cotées ou qui le redeviennent¹.

Notre lecteur aura également compris que les opérations de LBO étant particulièrement risquées à cause de l'effet de levier, les fonds exigeront donc sur leur investissement une rentabilité élevée (souvent de l'ordre de 15 à 20 %). Par ailleurs, afin de se défaire d'une partie du risque diversifiable, ces investisseurs spécialisés réalisent plusieurs investissements au sein d'un même fonds.

Il existe en Europe plus de 100 fonds d'investissement actifs dans les LBO. Certains sont spécifiquement européens comme Ardian BC Partners, Bridgepoint, Cinven, CVC, Eurazéo, PAI, Permira, Wendel... D'autres sont d'origine américaine comme Apollo, Blackstone, Carlyle, KKR, TPG... Ces fonds de LBO ont généralement des spécialisations géographiques et des caractéristiques d'investissement spécifiques (taille minimum, fonctionnement seul ou en consortium...).

Les fonds de LBO peuvent investir aux côtés d'autres fonds de LBO afin de mieux répartir leurs risques (on parle alors de « consortium ») ou de pouvoir s'attaquer à des cibles plus grosses, ou d'un industriel qui ne détient qu'une participation minoritaire. Dans ce cas, l'industriel apporte sa connaissance du secteur et le fonds de LBO le savoir-faire en termes d'ingénierie financière, juridique et fiscale.

Les fonds de LBO apportent des capitaux propres représentant dorénavant de l'ordre de 30 % à 50 % du financement total. L'époque (premier semestre 2007) où ils représentaient 20 % du financement est révolue ! On peut noter que, pour faciliter la remontée du cash, une partie des capitaux propres peut également prendre la forme d'obligations convertibles hautement subordonnées et dont la conversion est effective en cas de difficultés financières de la société. Leurs intérêts sont fiscalement déductibles.

Matériellement, les fonds de LBO sont organisés sous la forme d'une société de gestion, le *general partner*, détenue par des associés, qui décide des investissements grâce aux liquidités levées auprès d'investisseurs institutionnels², ou de particuliers fortunés (les *limited partners*). Matériellement, les fonds de LBO appellent auprès des *limited partners* les fonds que ces derniers se sont engagés à apporter au fur et à mesure de la réalisation des investissements. Lorsqu'un fonds a investi plus de 75 % des capitaux propres qui lui ont été confiés, un autre fonds est en général lancé. Chaque fonds est tenu de rendre à ses investisseurs tout le produit des désinvestissements au fur et à mesure qu'ils se produisent, si bien qu'il a vocation à être liquidé au bout d'une dizaine d'années le plus souvent. La société de gestion, et donc les associés du fonds de LBO, est rémunérée sur la base d'un pourcentage annuel des fonds investis (en moyenne 2 % des fonds gérés) et d'un pourcentage de la plus-value réalisée, parfois au-delà d'un taux de rentabilité minimum (8 à 9 % appelé *hurdle*) ; c'est le *carried interest* (environ 20 % de la plus-value).

Certains fonds sont cotés en Bourse depuis longtemps pour des raisons historiques (3i, Wendel, Eurazéo) ; d'autres beaucoup plus récemment (Apollo, Blackstone, Carlyle, KKR).

¹ Le terme de VC, *venture capitalist*, parfois employé étant toutefois plus approprié pour désigner les investisseurs actifs dans le capital risque.

² Caisses de retraite, compagnies d'assurance, banques, fonds souverains qui investissent une petite partie de leurs actifs dans les LBO.

4 ■ Les investisseurs en dette

50.10 Pour les plus petites opérations (inférieures à 10 M€), la dette est contractée auprès d'une seule banque, souvent la banque de la cible.

Pour les opérations plus importantes, l'organisation de l'endettement est plus complexe. Le financement est généralement mis en place par le fonds qui acquiert la cible en négociant la dette avec un pool de banques dont il s'est attaché les services. Parfois, le vendeur demande à des banques (qui peuvent être aussi la banque conseil du vendeur) de proposer un financement à l'ensemble des candidats. On parle alors de *staple financing*.

Le levier financier important recherché nécessite de mettre différents niveaux de financement avec des niveaux de risque croissants. On obtient alors un schéma souvent à trois étages : tout d'abord une dette classique bénéficiant de garanties spécifiques et qui sera remboursée en priorité (que l'on appelle **dette senior**), puis une **dette subordonnée** ou **dette junior** qui peut prendre la forme d'un financement mezzanine ou d'un emprunt obligataire à haut rendement (*high yield*) dont le remboursement intervient après celui de la dette senior, et enfin, en dernier lieu, les capitaux propres.

Ces financements classiques peuvent être complétés par un crédit vendeur (le vendeur de la cible n'étant pas payé de la totalité du prix immédiatement) et par des opérations de titrisation de certains actifs de la cible.

a) La dette senior

50.11 Elle représente un montant généralement de l'ordre de 3 à 5 fois l'excédent brut d'exploitation de la cible. Cette dette est composée de différentes tranches, de la moins risquée à la plus risquée :

- la tranche A est remboursée linéairement en 6/7 ans ;
- les tranches B et C, d'une durée plus longue, sont remboursables *in fine*, *bullet* en anglais (respectivement au bout de 7/8 et 8/9 ans). La tranche C a toutefois tendance à disparaître.

Chaque tranche a un taux d'intérêt spécifique qui dépend de ses caractéristiques. Ce taux est relativement élevé (plusieurs centaines de points de base au-dessus de l'Euribor, 100 points de base = 1 %).

La dette senior est toujours assortie de garanties sur les titres de la cible, et de *covenants*, sauf quand elle est qualifiée de *cov-lite* ou *covenant light*.

Lorsque les montants sont significatifs, la dette senior est garantie (*underwriting*) par plusieurs banques qui gardent en risque une part de la dette et syndiquent le solde auprès d'autres banques (syndication bancaire) (voir paragraphe 29.47). Des fonds investissant uniquement dans de la dette LBO, les CDO/CLO (*collateralized debt/loan obligation*), sont proposés aux investisseurs institutionnels (compagnies d'assurances, fonds de pension, *hedge funds*...). Jusqu'à l'été 2007, une majorité de la dette garantie par les banques était finalement placée auprès des fonds CDO/CLO et des institutionnels (80 % aux États-Unis et 60 % en Europe). Après un arrêt quasi total post-2007, de nouveaux fonds de CLO apparaissent depuis 2013 avec toutefois des moyens financiers nettement plus limités.

Pour des LBO de petite taille, la dette est apportée par un petit groupe de banques proches de la cible (« *club deals* »).

Titre 1 ■ La gouvernance et l'ingénierie financière

b) La dette subordonnée

50.12 Elle prend la forme d'une dette obligataire à haut rendement (*high yield*), le plus souvent cotée, ou à bons de souscription (dette mezzanine) et non cotée.

Une **émission d'obligations cotées à haut rendement** est possible pour financer les LBO les plus importants. En effet, pour offrir une liquidité suffisante aux investisseurs, la taille de ces émissions ne doit pas être inférieure à 200 M€. Ce financement présente l'avantage de n'être remboursable qu'*in fine* après une durée de 7 à 10 ans. Le remboursement n'est assuré que si la dette senior a été elle-même remboursée, c'est la notion de subordination. Compte tenu du risque qui y est attaché, le financement de LBO par dettes *high yield* offre à l'investisseur des taux d'intérêt élevés (jusqu'à 800 points de base au-dessus du taux des obligations d'État). Les obligations *high yield* destinées à financer des LBO depuis la fin 2009 connaissent un essor certain mais c'est un marché de fenêtres qui peuvent se refermer très vite en cas de crise.

La **dette mezzanine** est aussi une dette subordonnée, souvent obligataire, mais non cotée et souscrite par des fonds spécialisés. Comme nous l'avons vu au chapitre 28 certains titres répondent parfaitement à ce besoin de financement intermédiaire : ce sont les titres hybrides (OBSA, obligations convertibles, ORA, bons de souscription d'actions...). Ils seront donc utilisés comme supports pour le financement mezzanine.

Compte tenu du risque pris, les investisseurs en dette mezzanine (les « mezzaneurs ») exigeront non seulement une rentabilité élevée mais aussi un droit de regard sur la gestion, ils pourront alors être représentés au conseil d'administration.

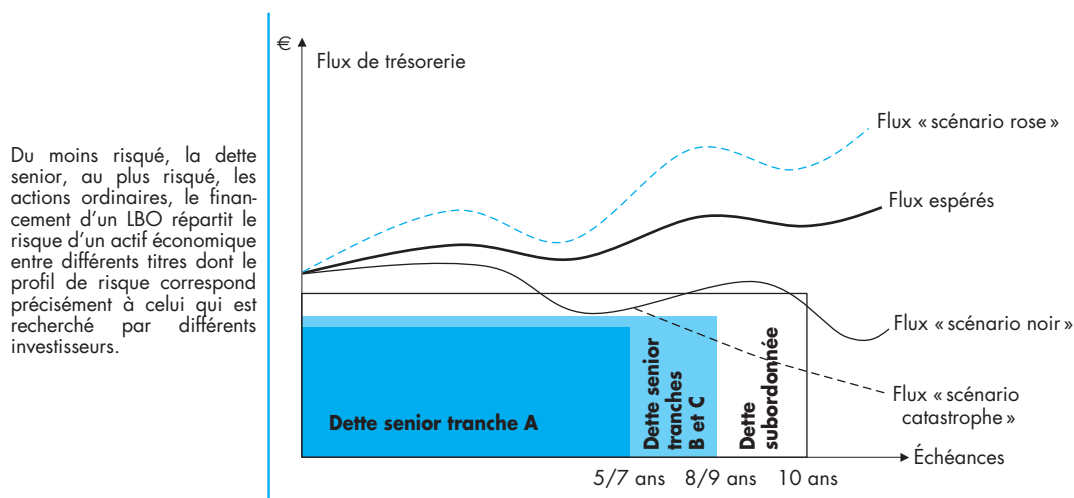
La rentabilité obtenue sur les dettes mezzanines peut prendre trois formes :

- un taux d'intérêt relativement faible payé en cash chaque année (marge d'environ 5 à 6 %) ;
- un intérêt capitalisé (PIK ou *payment in kind*, 5 à 8 %) ;
- et une participation éventuelle à la plus-value (au travers de la conversion des obligations ou de l'exercice des bons que l'on appelle *warrants*).

Ainsi, le financement mezzanine est réellement à mi-chemin entre le financement par capitaux propres et le financement par dette. Les rentabilités exigées par les « mezzaneurs » le confirment puisqu'elles sont de l'ordre de 10 à 14 %.

Le financement par dettes subordonnées permet :

- de profiter de l'effet de levier au-delà de ce que les banques acceptent de prêter ;
- d'avoir un endettement sur une durée plus longue que les crédits classiques, à un taux supérieur dont une partie peut prendre la forme d'une dilution potentielle ;
- de bénéficier d'une plus grande souplesse dans la remontée des flux de trésorerie de la cible vers la société holding. Le remboursement du financement mezzanine, et éventuellement le paiement des intérêts, sont définis selon des modalités propres et interviennent après ceux de la dette senior ;
- de mettre en place une opération qu'il n'aurait pas été possible de monter avec seulement des capitaux propres et des dettes senior, voire même de remplacer la dette senior (mezzanine dite *unirate*).



c) La titrisation

50.13 Les LBO peuvent faire appel au financement par titrisation (voir paragraphe 25.23). Celle-ci porte sur les créances de la cible et/ou sur ses stocks si ceux-ci disposent d'un marché propre.

Des montages (*Securitization Buy-Out*) s'appuyant sur les techniques de la titrisation classique de créances commerciales, mais visant la titrisation entière des flux d'exploitation de la cible, existent. Toutefois leur mise en œuvre dans le contexte juridique français n'est pas aisée.

d) Les autres financements

50.14 Pour les LBO de taille petite ou moyenne, la dette unitranche peut se substituer à la dette senior et subordonnée. C'est une dette *in fine*, souscrite par un fonds d'investissement en dette et dont le coût de 11 à 13 % est à mi-chemin entre celui d'une dette senior et d'une dette subordonnée.

Il convient de noter que les financements du holding sont généralement complétés par des financements au niveau de la société opérationnelle :

- une facilité de crédit *revolving* (*Revolving Credit Facility*, RCF) qui permet principalement de faire face à une éventuelle saisonnalité du besoin en fonds de roulement ;
- une ligne bancaire pour les acquisitions futures (*acquisition facility*) ;
- une ligne bancaire pour les investissements (*capex facility*).

Jusqu'à l'été 2007, les banques finançant les LBO étaient inventives et certains des montages les plus complexes pouvaient compter jusqu'à dix types de dette différents. Ainsi, on a pu voir se développer une tranche de dette bancaire venant s'interposer entre la dette senior et la dette mezzanine : le *second lien*, dette senior mais *de facto* de second rang car à long terme, des *interim facility agreement* pour réaliser le LBO alors que la documentation juridique (souvent des centaines de pages) n'est pas encore finalisée et totalement négociée. Il s'agit d'un prêt à très court terme qui est refinancé par les crédits du LBO. Le *summum* a été atteint avec l'*equity bridge* : les banques prêteuses du LBO garantissent alors une partie des capitaux propres du montage dans l'attente d'une syndication de ces actions auprès d'autres fonds de LBO. On trouve difficilement mieux pour augmenter le risque des prêteurs !

Titre 1 ■ La gouvernance et l'ingénierie financière

e) Un peu de recul

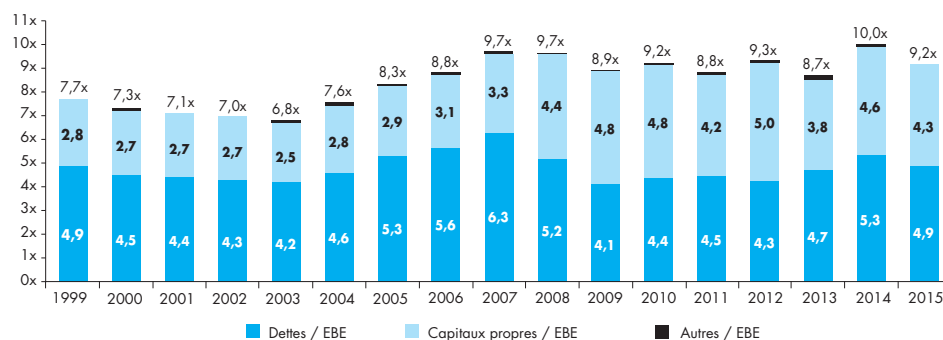
50.15 L'appétence croissante jusqu'à l'été 2007 des investisseurs pour le risque les a conduits, non seulement à accroître leurs investissements dans les fonds de LBO, dont certains réunissaient plus de 15 Md\$, mais aussi à souscrire une part croissante de dettes des LBO que les banques leur recédaient directement ou indirectement *via* des CDO/CLO. Le rôle des banques de LBO devenait alors essentiellement un rôle de montage et de distribution.

Aussi, un montage type de LBO était-il passé de :

Fin des années 1990	à	début 2007	puis à	milieu des années 2010
▪ Capitaux propres : 35 %		▪ Capitaux propres : 20 %		▪ Capitaux propres 40 à 60 %
▪ Dette mezzanine : 10 %		▪ PIK ou dette mezzanine : 5 %		▪ Dette mezzanine 0 à 10 %
▪ Dette senior : 55 %		▪ Emprunt <i>high yield</i> : 15 %		▪ Dette senior 40 à 50 %
◦ Tranche A, 5 ans, amortissable		▪ <i>Second lien</i> : 5 %		▪ Tranche A, 6/7 ans amortissable
◦ Tranche B, 8 ans, <i>in fine</i>		▪ Dette senior : 55 %		▪ Tranche B, 7/8 ans, <i>in fine</i>
		◦ Tranche A, 7 ans, amortissable		
		◦ Tranche B, 8 ans, <i>in fine</i>		
		◦ Tranche C, 9 ans, <i>in fine</i>		
Auxquels se rajoutait une ligne revolver destinée à financer les besoins courants de l'entreprise		Auxquels se rajoutaient une ligne revolver ou une titrisation et une ligne de financement d'investissements		Auxquels se rajoutent une ligne revolver et éventuellement une ligne de financement des investissements

Parallèlement, le prix des cibles acquises en LBO s'élevait par rapport à leur EBE :

Prix d'acquisition des LBO et financement par rapport à l'EBE en Europe



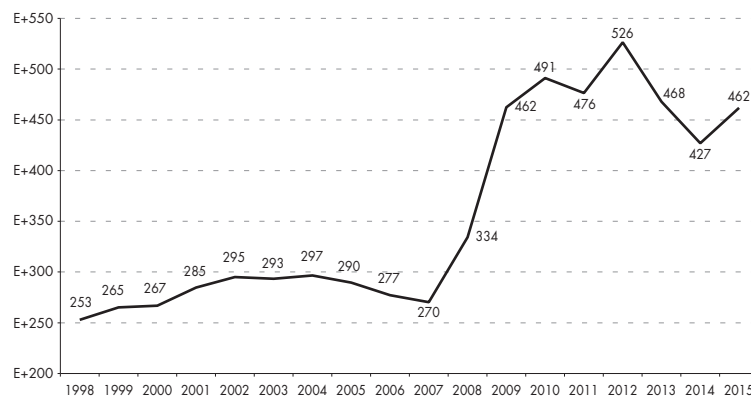
Source : Standard & Poor's.

B&B a ainsi été acquis pour 11,3 fois l'EBE, acquisition financée par des dettes représentant 4,6 fois l'EBE.

Et pourtant, alors que le risque augmentait, le niveau des marges des crédits baissait :

Moralité, tous les ingrédients étaient en place pour une crise... brutale ! Le risque est devenu de nouveau correctement rémunéré (voire trop dans une perspective historique ?) à partir de 2009.

Marge actuarielle pondérée des dettes LBO senior en Europe (tranches B et C en points de base, 100 pb = 1 %)



E = Euribor.
Source : Standard & Poor's.

5 ■ Les dirigeants d'une entreprise sous LBO

50.16 Ils peuvent être les dirigeants historiques de l'entreprise ou de nouveaux nommés par le fonds de LBO. Dans tous les cas de figure, ils sont responsables de la réalisation d'un plan d'affaires qui a été élaboré en détail avec le fonds de LBO au moment de sa prise de contrôle de l'entreprise cible. Il prévoit des améliorations opérationnelles, des plans d'investissements et/ou de cessions en mettant l'accent sur la génération de *cash* car, comme le sait notre lecteur, c'est avec du *cash* que l'on rembourse les dettes !

Les fonds ont pour habitude de demander aux dirigeants d'investir une partie importante de leur épargne liquide à leurs côtés, voire de s'endetter pour cela, afin d'avoir un alignement strict des intérêts des uns et des autres. Les supports d'investissement peuvent prendre la forme de BSA, d'obligations convertibles, d'actions, afin d'offrir aux dirigeants un second effet de levier qui peut leur permettre, en cas de réussite du plan d'affaires, de multiplier leur investissement par 5, 10, voire plus ; ou de tout perdre dans le cas inverse. Il y a donc un partage partiel de la plus-value avec le fonds de LBO qui accepte d'avoir un TRI sur son investissement plus faible que celui des dirigeants, en cas de succès uniquement... Ce sont les *management incentive packages* (MIP).

Dans certains cas, à l'issue de plusieurs LBO réussis sur une entreprise de petite taille, l'équipe de direction peut, du fait de ce mode de rémunération très incitatif, prendre le contrôle de l'entreprise, sa mise initiale ayant été multipliée à plusieurs reprises (Fives).

Titre 1 ■ La gouvernance et l'ingénierie financière

Section 3 ■ LBO et théories financières

50.17 Notre expérience nous montre qu'il n'est pas rare que l'acquisition d'une entreprise en LBO se fasse à un prix aussi élevé, voire plus élevé que l'achat par un industriel. Celui-ci devrait cependant pouvoir payer plus cher compte tenu des synergies industrielles ou commerciales qu'il peut mettre en place. Comment alors expliquer le succès de ces montages ? Où se trouve la création de valeur ? Comment expliquer l'écart entre la valeur avant le LBO et la valeur d'achat par un fonds de LBO ?

On pourrait d'abord penser qu'il y a création de valeur grâce à l'effet de levier puisque ces montages aboutissent à réduire l'impôt payé. La théorie des marchés en équilibre nous fait douter sérieusement de cette explication. Certes, les marchés financiers ne sont pas toujours parfaits, mais la valeur actuelle de l'économie d'impôt permise par la nouvelle dette est déjà réduite par la valeur actuelle du coût de la faillite, et la lecture du chapitre 37 nous a permis de relativiser fortement son importance. L'explication par l'effet de levier n'est donc pas convaincante pour justifier le succès des LBO.

On pourrait penser que l'arrivée d'une nouvelle équipe dirigeante plus dynamique, qui réussira à faire des gains de productivité en n'hésitant pas à procéder aux évolutions nécessaires, justifierait la prime payée. Mais ceci n'est pas cohérent avec le fait que les LBO qui maintiennent le management en place sont autant créateurs de valeur que les autres.

La théorie de l'agence nous donne une explication pertinente : 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 systématiquement actionnaires directement ou potentiellement *via* des systèmes d'intéressement. On peut ainsi observer que le management se focalise sur la création de valeur et la génération de liquidités (réduction du BFR par sa meilleure gestion, choix mesuré des investissements...). À défaut, il est remercié par le fonds.

Les dirigeants, particulièrement motivés puisqu'ils participent à la plus-value, mis sous tension par ailleurs par un endettement très lourd, vont gérer le plus efficacement possible l'entreprise, améliorer les flux et donc la valeur. C'est le bâton et la carotte !

Les montages LBO permettent de réduire largement les coûts d'agence, d'où la création de valeur. C'est un autre mode de gouvernance que celui de l'entreprise cotée, familiale ou filiale de groupe¹. Les études académiques² ont démontré que les entreprises sous LBO avaient de meilleures performances économiques que les autres (résultat d'exploitation, flux de trésorerie, rentabilité) et que, contrairement aux *a priori*, elles affichaient une croissance supérieure à la moyenne des entreprises et étaient créatrices d'emplois.

Les différentes études académiques menées sur la performance des LBO montrent, en moyenne, que la majeure partie de cette création de valeur est captée par la société de gestion du fonds ; la performance résiduelle pour l'investisseur dans un fonds de LBO est ainsi comparable à celle d'un portefeuille d'actions cotées affecté d'un effet de levier similaire. L'illiquidité de ce type d'investissement ne serait alors pas, en moyenne, rémunérée.

¹ Nous conseillons à notre lecteur de lire l'article de Ph. Santini, « Gérer une entreprise sous LBO », *La Lettre Vernimmen.net* février 2007, n° 55.

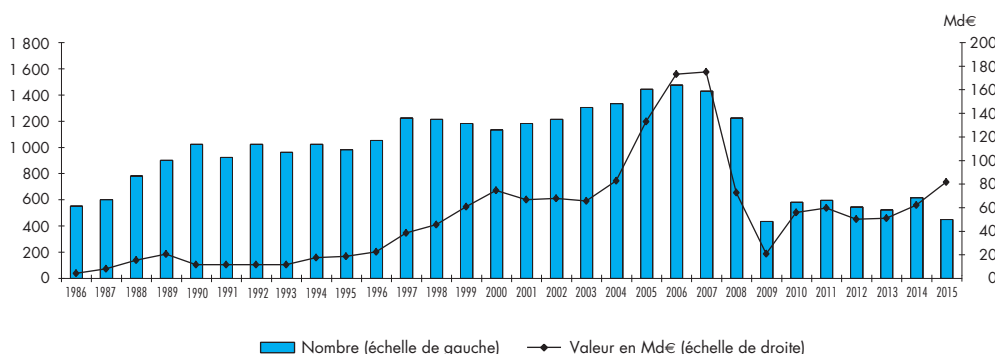
² Initiées par S. Kaplan.

Enfin, les LBO contribuent à la fluidité des marchés en offrant des contreparties à des industriels souhaitant restructurer leur portefeuille d'activité. Les LBO jouent ainsi un rôle plus important que les introductions en Bourse qui ne sont pas adaptées à tous les types d'entreprise et dont la mise en œuvre est dépendante des conditions de marché.

Section 4 ■ Le marché des LBO : après la crise, un rebond progressif

50.18 Le développement des LBO avait été très important depuis le milieu des années 1980, même si ce marché est cyclique (impact des crises de 1990, de 2001–2003, puis de 2007-2008).

Les LBO en Europe depuis 1986



Source : CMBOR.

Sous le double effet d'une bulle financière jusqu'à l'été 2007 (prix d'acquisition excessif et recours déraisonnable à l'effet de levier) et la crise économique de 2008-2009, le marché du LBO a connu la pire crise de son histoire entre juillet 2007 et la fin 2009. Outre l'arrêt brutal des opérations nouvelles, certaines entreprises sous LBO ont pâti des conséquences d'une baisse de leur activité couplée à un endettement élevé. Beaucoup d'entre elles ont dû être restructurées et les capitaux propres investis par les fonds dans certaines de ces entreprises ont été irrémédiablement perdus.

50.19 La crise de l'été 2011 dans la zone euro avait stoppé net les velléités de redémarrage du marché européen des LBO. Avec le retour de l'appétence pour le risque des investisseurs depuis 2014, des perspectives économiques en amélioration, un marché obligataire *high yield* très dynamique, le marché du LBO en Europe reprend peu à peu des couleurs. La reprise est plus marquée aux États-Unis, comme en témoignent la réalisation du 5^e plus gros LBO de l'histoire sur Heinz en 2013 et le retour des crédits bancaires sans *covenant*, qui ont fait leur apparition en Europe à partir de 2013 comme pour B&B.

Les atouts intrinsèques des LBO en matière de gouvernance d'entreprise font qu'ils ont traversé cette crise comme ils traverseront celles à venir ; ils ne sont pas appelés à disparaître, mais à connaître des éclipses régulières.

Titre 1 ■ La gouvernance et l'ingénierie financière

RÉSUMÉ

Le résumé de ce chapitre est disponible sur le site www.vernimmen.net.

Le LBO ou *Leveraged Buy-Out* est une opération de rachat d'entreprise en finançant une part importante du prix d'acquisition par endettement. Une société holding est constituée qui s'endette pour acheter une entreprise dont les excédents de trésorerie seront régulièrement remontés au niveau du holding *via* des dividendes afin de lui permettre de payer les intérêts de sa dette et de la rembourser.

Le LBO est souvent une solution à une succession familiale ou à une cession par un groupe d'une division. Il peut également permettre de sortir une société de la Bourse quand celle-ci est mal valorisée.

Un LBO est réalisé autour du management actuel ou d'une nouvelle équipe dirigeante et il est financé en capitaux propres par des fonds spécialisés. Le montage repose sur des dettes ayant des priorités différentes de remboursement (dettes senior, junior ou subordonnée, mezzanine) et donc des risques et des rémunérations croissantes.

La création de valeur souvent observée à l'occasion d'un LBO ne s'explique pas par l'effet de levier ni par la déductibilité des frais financiers mais bien davantage par le poids de la dette qui incite fortement les dirigeants à gérer au mieux l'entreprise dont ils deviennent souvent, à cette occasion, actionnaires (théorie de l'agence). Les performances opérationnelles des entreprises sous LBO sont bien souvent meilleures que celles de leurs concurrents. Les LBO apportent un mode de gouvernance d'entreprise différent et bien souvent meilleur que celui d'un groupe coté ou de l'entreprise familiale en mettant l'accent sur la génération de *cash flows* et la création de valeur. Ceci explique pourquoi une entreprise peut rester sous LBO pendant de nombreuses années, un fonds de LBO la cédant à un autre fonds de LBO.

QUESTIONS

- 1/ Expliquez pourquoi un LBO est une forme de réduction de capital.
- 2/ Quel est le risque d'un LBO ?
- 3/ Le financement mezzanine dans un LBO s'apparente-t-il à des capitaux propres ou à de la dette ?
- 4/ Dans un LBO, le détenteur de dettes senior prend-il plus ou moins de risque que le détenteur de dettes junior ?
- 5/ Peut-on réaliser un LBO sur une start-up ?
- 6/ Un fonds de LBO peut-il accepter dans un LBO secondaire que le

management ne réinvestisse pas une partie significative de sa plus-value dégagée par le premier LBO ? Pourquoi ?

- 7/ Pourquoi peut-on dire que gérer un LBO « c'est le retour à la classe prépa » ?
- 8/ Quelles sont les différentes issues à un LBO ?
- 9/ En quoi la gouvernance d'entreprise d'un LBO est-elle différente de celle d'une entreprise cotée à l'actionnariat dispersé ?
- 10/ En quoi la gouvernance d'entreprise d'un LBO est-elle différente de celle d'une entreprise familiale ?
- 11/ Quel est l'avantage d'être actionnaire d'un fonds de LBO coté par rapport à celui de l'être d'un fonds de LBO non coté ? Quel est l'inconvénient ?
- 12/ Quels sont les trois risques que court un actionnaire d'un fonds de LBO et pour lesquels il doit être rémunéré ?

13/ Un LBO peut-il fonctionner sans dette ? Pourquoi ?

14/ Peut-on être dirigeant d'une entreprise sous LBO pendant dix ans ? Pourquoi ?

D'autres questions vous attendent sur le site www.vernimmen.net.

ÉLÉMENTS DE RÉPONSE

1. Car on substitue de la dette à des capitaux propres en consolidé.
2. Celui d'un endettement trop lourd par rapport aux flux de trésorerie dégagés qui conduit à la faillite ou à une restructuration.
3. À de la dette puisqu'il doit tôt ou tard être remboursé.
4. Moins de risque car il est remboursé avant le détenteur de dette junior.
5. Non car l'incertitude sur les flux de trésorerie générés est beaucoup trop grande pour supporter un endettement.
6. Non, en général il demande à ce qu'environ 50 % de la plus-value soit réinvestie dans le nouveau LBO pour garder une forte motivation des dirigeants.
7. Car les dirigeants travaillent beaucoup, sous pression et avec une obsession : la génération de cash.
8. L'introduction en Bourse, la cession à un industriel, à un autre fonds de LBO, le réendettement, la prise de contrôle par les créanciers, la faillite.
9. Fort intéressement financier des dirigeants, contrainte de la dette à rembourser, dialogue constant avec des actionnaires professionnels (les dirigeants du fonds).
10. Les capacités démontrées sont le critère numéro un de choix d'un dirigeant, non l'appartenance à une famille.
11. L'action peut se vendre facilement en Bourse, elle n'est pas illiquide. Par contre, elle est négociée avec une décote par rapport à l'actif net réévalué qui peut être très importante et qui ne disparaîtra jamais sauf liquidation de la société cotée ou période d'euphorie sur les marchés.
12. Le risque opérationnel de l'activité des entreprises sous LBO, le risque de la structure financière (l'endettement) et l'illiquidité de son placement.
13. Non car il n'y a plus la pression du remboursement de la dette ni l'espérance d'une rémunération dopée par l'effet de levier.
14. Non car cela fait trop de pressions à supporter trop longtemps et car normalement ayant fait fortune au bout de deux LBO, l'envie de travailler sous pression pour faire fortune s'est émoussée.

BIBLIOGRAPHIE

Pour approfondir les opérations de LBO...

Battini P., « L'analyse et la prévention des risques, première étape vers la création de valeur dans les opérations LBO », *La Revue du financier* janvier 2008, vol. 169, pages 36 à 49.

Jensen M., « Eclipse of the public corporation », *Harvard Business Review* septembre 1989, n° 67, pages 61 à 74.

Le Fur Y., Quiry P., « Les défis des LBO », *La Lettre Vernimmen.net* janvier et février 2006, n°s 44 et 45, pages 1 à 4.

Titre 1 ■ La gouvernance et l'ingénierie financière

Le Fur Y., Quiry P., « Qu'est-ce que le *debt push down* ? », *La Lettre Vernimmen.net* décembre 2007, n° 61, page 8.

Le Fur Y., Quiry P., « Qu'est-ce que la double Luxco ? », *La Lettre Vernimmen.net* avril 2011, n° 96, pages 6 à 8.

Lefebvre F., *LBO, Capital transmission. Juridique, fiscal, social*, 2^e édition, Francis Lefebvre, 2013.

Pintiaux V., *Les opérations de LBO*, Gualino, 2016.

Povel P., Singh R., « Stapled finance », *Journal of Finance* juin 2010, vol. 65, n° 3, pages 927 à 953.

Rérolle J.-Fl., « L'option de viabilité », *Revue bimestrielle LexisNexis JurisClasseur* janvier-février 2007, n° 3, pages 44 à 47.

Santini Ph., « Gérer une entreprise sous LBO », *La Lettre Vernimmen.net* février 2007, n° 55, pages 1 à 4.

Souisse S., « Les caractéristiques des montages de LBO en France : de fortes spécificités pour les cibles de petite ou moyenne taille », *Bulletin de la Banque de France* 1^{er} trimestre 2012, n° 187, pages 25 à 32.

www.equistonepe.com/cmbor (site du *Centre for management buy-out research*).

www.investeurop.eu (site de l'association européenne des investisseurs en *private equity*).

... et leurs mécanismes de création de valeur :

Acharya V., Gottschalg O., Hahn M., Kehoe K., « Corporate governance and value creation: evidence from private equity », *Review of Financial Studies* février 2013, vol. 26, n° 2, pages 368 à 402.

Achleitner A.K., *Value creation in private equity*, Centre for Entrepreneurial and Financial Studies – Capital Dynamics, 2009.

Axelson U., Jenkinson T., Strömberg P., Weisbach M., « Borrow cheap, buy high? The determinants of leverage and pricing in buyouts », *Journal of Finance* décembre 2013, vol. 68, n° 6, pages 2223 à 2267.

Bloom N., Sadun R., Van Reenen J., « Do private equity owned firms have better management practices ? », *American Economic Review* mai 2015, vol. 105, n° 5, pages 442 à 446.

Boucly Q., Sraer D., Thesmar D., « Growth LBOs », *Journal of Financial Economics* novembre 2011, vol. 102, n° 2, pages 432 à 453.

Evers F., « Value creation and drivers of secondary buyouts in France », mémoire de recherche HEC, 2012.

Gaspar J.-M., « The performance of French LBO firms : new data and new results », *Finance* décembre 2012, vol. 33, n° 2, pages 7 à 60.

Gottschalg O., Phalippou L., « The performance of private equity funds », *Review of Financial Studies* mars 2009, vol. 22, n° 4, pages 1747 à 1776.

Guo S., Hotchkiss E., Song W., « Do buyouts (still) create value? », *Journal of Finance* avril 2011, vol. 66, n° 2, pages 479 à 517.

Kaplan S., « The effects of management buy-outs on operating performance and value », *Journal of Financial Economics* octobre 1989, vol. 24, n° 2, pages 217 à 254.

Le Fur Y., Quiry P., « Création et partage de valeurs dans les LBO », *La Lettre Vernimmen.net* février 2010, n° 84, pages 1 à 4.

Sorensen M., Wang N., Yang J., « Valuing private equity », *Review of Financial Studies* mars 2014, vol. 27, n° 7, pages 1977 à 2021.

Tykvová T., Borell M., « Do private equity owners increase risk of financial distress and bankruptcy ? », *Journal of Corporate Finance* février 2012, vol. 18, n° 1, pages 138 à 150.