Chapitre 49

Les LBO

Un levier pour dynamiser l'entreprise.

49.1 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 avec un fort niveau d'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

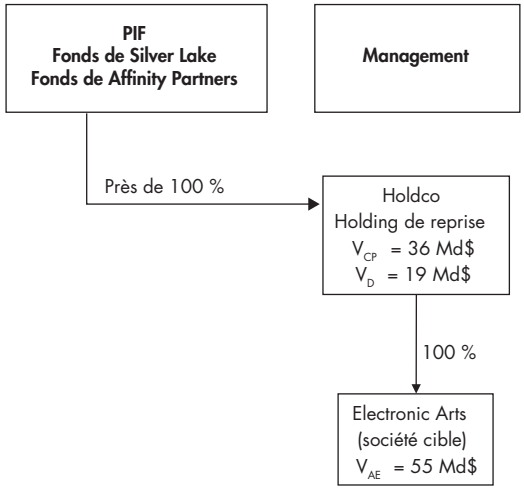
1 ▪ Principe

49.2 D'un point de vue technique, une société holding est constituée ; sa vocation exclusive est d'acquérir et de détenir une autre société (« la cible ») en s'endettant pour ce faire. 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*.

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.

Prenons ainsi l'exemple du groupe Electronic Arts, acquis en 2026 en LBO par PIF, Silver Lake and Affinity Partners, pour une valeur de l'actif économique de 55 Md$; ce qui en fait le plus grand LBO de l'histoire, le précédant datant de 2007. Le chiffre d'affaires 2025 était de 7,5 Md$ et l'excédent brut d'exploitation de 2,4 Md$.

L'endettement net de la holding de reprise est constitué par une dette *Term loan A* de 3,25 Md$, d'une dette *Term loan B* de 5,75 Md$, et de 10 Md$ d'obligations cotées à haut rendement, dont une partie est subordonnée avec un coût de 8,75 % et l'autre non (coût de 7,25 %).



Comptablement, on a (en Md$) :

Bilan réévalué de la société rachetée (cible)		Bilan social du holding de reprise		Bilan consolidé du groupe	
Actif économique 55	Capitaux propres 55,3 Dettes nettes – 0,3	Actions de la société rachetée 55,3	Capitaux propres 36 Dettes nettes 19,3	Actif économique 55	Capitaux propres 36 Dettes nettes 19

Les capitaux propres réévalués consolidés ont été réduits de 35 % par rapport à la situation précédente.

> Un LBO est une opération de destruction souvent massive de capitaux propres, remplacés pour partie par de la dette pour jouer sur l'effet de levier.

Au niveau du compte de résultat, sous l'hypothèse d'un coût de l'endettement de 8 % avant impôt, la situation est la suivante :

Données en M$	Electronic Arts	Société holding	Consolidé
Résultat d'exploitation	2 331	1 933[1]	2 331
– Frais financiers	– 85	1 520	1 435
– IS à 20 %	483	0[2]	179[3]
= Résultat net	1 933	413	717

1. *Sous l'hypothèse d'un taux de distribution de la société rachetée de 100 %.*
2. *La société holding bénéficie d'un régime mère-fille (voir le paragraphe 39.9), les dividendes reçus ne sont donc pas imposables et le holding n'est donc pas imposé dans la pratique.*
3. *Dans le cas général, en raison de l'application du régime d'intégration fiscale.*

2 ■ Les différents types d'opérations

49.3 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*) ;
- et enfin d'*Owner Buy-Out* (OBO) lorsque l'actionnaire principal rachète par endettement les actionnaires minoritaires.

3 ■ Régime fiscal en France

49.4 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 le paragraphe 39.9), 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 cible peut réduire son résultat avant impôt des frais financiers de la société holding. L'économie fiscale est alors réalisée.

Mais attention, fiscalement, les intérêts des emprunts contractés par la société holding pour racheter la cible ne sont déductibles[1] que si les actionnaires directs ou indirects du holding ne sont pas majoritairement les anciens actionnaires de la société rachetée (règle dite de « l'amendement Charasse »).

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 française interdit à une société de donner des garanties sur ses actifs 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 ;

1 Jusqu'au plus haut de 30 % de l'EBE ou 3 M€ en France.

▪ **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.

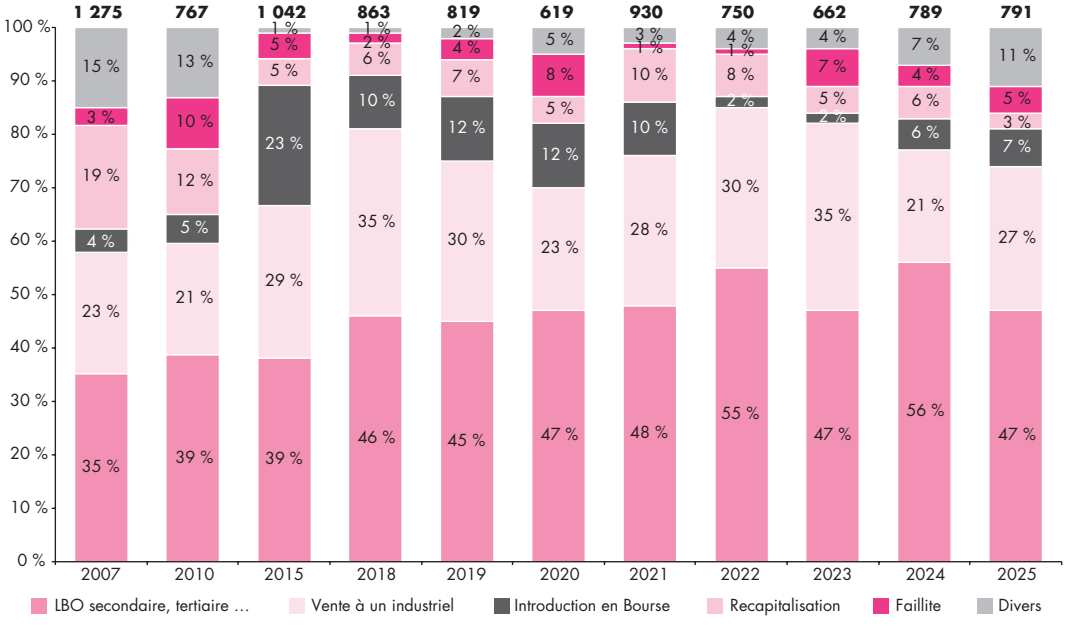
Toutes ces raisons font qu'il est rare qu'une fusion post-LBO puisse se faire en France avant un délai de « décence » de l'ordre de 2/3 ans.

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** (*solvency opinion* en anglais) qui atteste que son endettement n'est pas devenu excessif.

4 ▪ Les sorties du montage

49.5 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 ans en période de basses eaux. Différentes options existent pour déboucler un LBO :

Sortie des LBO européens depuis 2007



Source : Invest Europe.

▪ **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 Advent et EQT ont annoncé en 2026 leur intention de céder TK Elevator à Kone ;

- 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 le chapitre 27). 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 2025, Verisure a été introduit en Bourse par Hellman & Friedman ;
- **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 plus. C'est ainsi le cas de Barken, racheté en 2026 par Astorg à Montefiore, ce qui constitue son second LBO d'affilée ;
- **les *leverage recap* (ou *dividend recap*)** qui consistent pour le fonds de LBO, après avoir détenu l'actif quelques années, à le réendetter[1]. 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 (Froneri en 2025) ;
- **la cession à un fonds de continuation**, c'est-à-dire à un autre véhicule d'investissement contrôlé par le même fonds de LBO, mais avec d'autres investisseurs. Ainsi Syclef en 2025 ;
- **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 Colisée (ephad) ont pris en 2026 le contrôle de ce groupe qui appartenait à EQT ;
- **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 recapitalisation[2] et une renégociation des caractéristiques des dettes (montant, durée, taux, *covenants*). IKKS a ainsi fait faillite en 2025. 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 (*build-up*). 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.

Cela étant, 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 !

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 cette fois-ci !

Section 2 ▪ Les différents acteurs

49.6 Le marché des LBO s'est fortement structuré depuis le début des années 1990. L'ensemble des acteurs directs (fonds, banques, investisseurs) 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 structure.

1 ▪ Les cibles potentielles

49.7 Le montage que nous venons de décrire n'est, *a priori*, envisageable qu'avec des cibles dégageant 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.

Les cibles doivent maintenant également montrer une politique environnementale, sociétale et une gouvernance (ESG) satisfaisante, ces sujets entrant pleinement dans les critères d'investissement des fonds et de leurs investisseurs.

Les 10 plus gros LBO de l'histoire

Nom	Date	Secteur	Fonds d'investissement	Valeur (Md$)
Electronic Arts	2026	Jeux vidéos	PIF, Silver Lake, Affinity	55
TXU	2007	Énergie	KKR/TPG	45
Atlantia	2022	Autoroutes	Benetton/Blackstone	45
Equity Office	2006	Immobilier	Blackstone	36
Medline	2021	Santé	Blackstone/Carlyle	34
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

Source : Compilation des auteurs.

Les cibles idéales étaient traditionnellement de pures « vaches à lait ». Dans les périodes d'euphorie, on observe une évolution graduelle vers des sociétés à plus forte croissance ou pour lesquelles des opportunités de consolidation du secteur existent (opportunité de *build-up*). 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.

2 ■ Les vendeurs

Ces dernières années, la moitié environ des opérations correspondent à des LBO secondaires, tertiaires ou plus (Cerba, Kiloutou, Grand Frais, DomusVi, Europe Snacks, Solina, Looping).

49.8 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 » (Opus Formation) ou à une sortie par la Bourse qui peut être difficile (DRT). 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 (Recordati).

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 la concurrence sont telles pour les acheteurs industriels que le prix qu'ils peuvent payer n'est pas compétitif malgré les synergies éventuelles. Ces opérations correspondent souvent aux opérations de taille plus importante (Froneri cédé par Nestlé).

Citons enfin les opérations de *public to private* (P to P) qui consistent à monter un LBO sur une société cotée et à la sortir de la Bourse. Cette solution, initialement retenue pour les sociétés petites et moyennes délaissées par les investisseurs, aux cours peu liquides et visiblement mal évaluées par le marché (Waga Energy), concerne désormais des groupes comme l'illustre Intertek.

En France, ce montage se heurte à la nécessité pour le holding de reprise de détenir 90 % de la cible si elle souhaite lancer une procédure de retrait obligatoire permettant de quitter la Bourse (voir le paragraphe 47.33) et donc bénéficier de l'intégration fiscale (à 95 %). L'Autorité des marchés financiers n'accepte pas jusqu'à présent des offres publiques conditionnées à l'obtention de 90 % du capital. Si une telle condition était posée et que l'initiateur de l'offre recueille moins de 90 % 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).

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

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

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 20 à 25 %). 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 d'origine européenne comme Ardian, BC Partners, Bridgepoint, Cinven, CVC, Eurazéo, EQT, PAI… D'autres sont d'origine américaine comme Apollo, Blackstone, Carlyle, KKR, TPG… Ces fonds de LBO ont parfois des spécialisations géographiques et/ou 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 », comme dans le cas d'Adevinta) ou de pouvoir acquérir 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 de l'ordre de 30 % à 50 % du financement total, voire plus comme l'illustre le LBO sur Electronic Arts financé à 65 % par capitaux propres. 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 institutionnels[1], ou de particuliers fortunés (les *limited partners*, LPs). 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. Lorsque l'apport de fonds doit être réalisé rapidement, une banque pourra avancer les fonds en attendant la levée de capitaux propres (*equity bridge*). La plupart des fonds négocient à l'avance des lignes de financement (*capital call facility*) qui se substituent aux *equity bridge* ponctuels. Les LPs investissent également parfois en direct au côté du fonds, ce qui renforce sa capacité d'intervention. On parlera alors de co-investissement. Lorsqu'un fonds a investi plus de 75 % des capitaux propres qui lui ont été confiés, un autre fonds est en général levé par la société de gestion. 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 plus tard 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 (6 à 8 % 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 plus récemment (Apollo, Blackstone, Carlyle, KKR, EQT, TPG, CVC).

1 Caisses de retraite, compagnies d'assurance, banques, fonds souverains, les *endowments* (université aux États-Unis) qui investissent une petite partie de leurs actifs dans les LBO, etc.

4 ■ Les investisseurs en dette

49.10 Pour les plus petites opérations (inférieures à 10 M€), la dette est contractée auprès d'une seule banque, souvent la banque de la cible ou par un petit groupe de banques proches de la cible (« *club deals* »).

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, ou des fonds d'investissement en dette. 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 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

49.11 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 assortie de garanties sur les titres de la cible, et de *covenants*. Quand elle est qualifiée de *cov-lite* ou *covenant light*, c'est qu'ils sont allégés !

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 le paragraphe 27.50). La dette senior peut prendre la forme d'une seule tranche B : *Term loan B* (*TLB*) qui sera généralement placée auprès des investisseurs institutionnels. Le *Term loan B* est un produit relativement liquide que les investisseurs peuvent s'échanger.

Une alternative (ou un complément) est d'émettre des obligations *High Yield senior* (*Senior Secured Notes*) si la taille de l'opération est suffisante sans qu'elles soient pour autant subordonnées comme celles que nous verrons au paragraphe 49.12.

Des fonds investissant uniquement dans de la dette LBO, les CDO/CLO (*collaterized debt/loan obligation*), sont proposés aux investisseurs institutionnels (compagnies d'assurances, fonds de pension, *hedge funds*…).

b) La dette subordonnée

49.12 Elle prend la forme d'une dette obligataire à haut rendement subordonnée (*high yield*, *subordinated notes*), 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 150 M€. Ce financement présente l'avantage de n'être remboursable qu'*in fine* après une durée de 7 à 10 ans. 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 600 points de base au-dessus du taux des obligations d'État). Les obligations *high yield* destinées à financer des LBO sont un marché de fenêtres qui s'est par exemple refermé en mars 2020 avec la crise du Covid-19, et s'est rouvert très rapidement à l'été 2020.

La **dette mezzanine** est aussi une dette subordonnée, souvent obligataire, mais non cotée et souscrite par des fonds spécialisés (fonds mezzanine) pour les LBO petits et moyens. Comme nous l'avons vu au chapitre 26 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 :

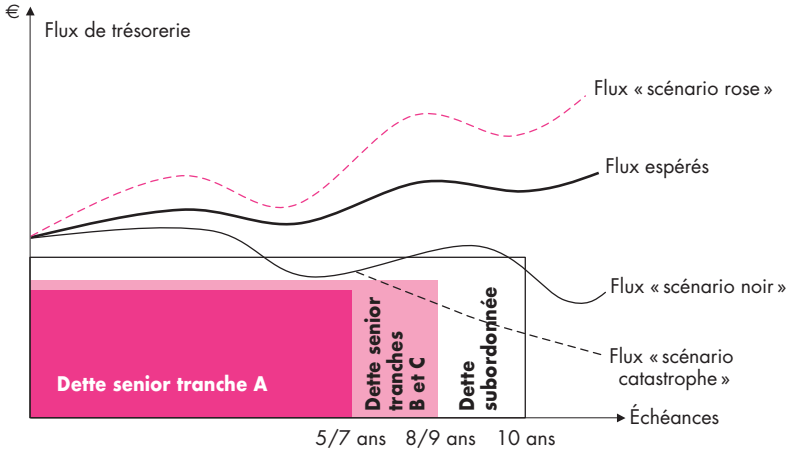
- un taux d'intérêt relativement faible payé en *cash* chaque année (marge d'environ 5 à 6 %) ;
- un intérêt capitalisé (PIK ou *payment in kind*, 5 à 8 %) ;
- et une participation éventuelle à la plus-value (au travers de la conversion des obligations ou de l'exercice de bons de souscription que l'on 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 15 %.

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*).

Du moins risqué, la dette senior, au plus risqué, les actions ordinaires, le financement d'un LBO répartit le risque d'un actif économique entre différents titres dont le profil de risque correspond précisément à celui qui est recherché par différents investisseurs.



c) La dette unitranche

49.13 Initialement pour les LBO de taille petite ou moyenne, et maintenant pour des montants de plusieurs milliards, 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 8 à 10 % est à mi-chemin entre celui d'une dette senior et d'une dette subordonnée. Contrairement au *Term loan B*, l'unitranche n'est pas un produit liquide.

d) Les autres financements

49.14 Les prêts bancaires « *first loss-second loss* » peuvent venir compléter les opérations financées par une dette unitranche.

Les financements du holding sont généralement complétés par des financements au niveau de la société opérationnelle :

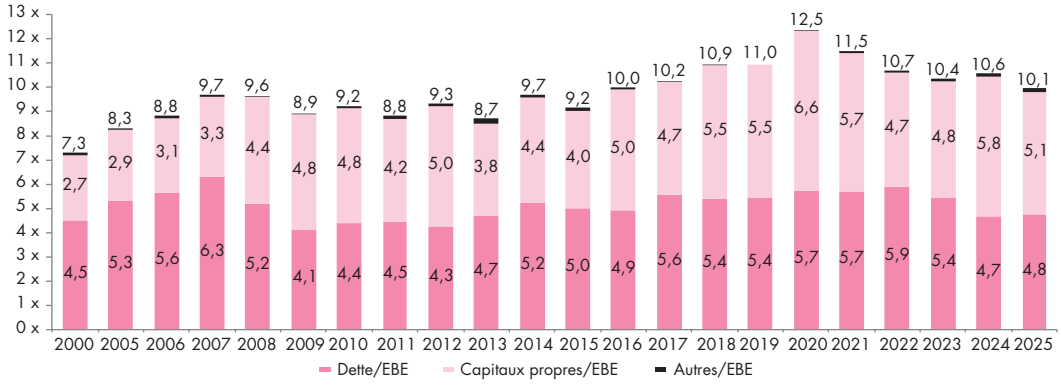
- une facilité de crédit *revolving* (*Revolving Credit Facility*, RCF) qui permet principalement de faire face à une éventuelle saisonnalité du besoin en fonds de roulement ;
- une ligne bancaire pour les acquisitions futures (*acquisition facility*) ;
- une ligne bancaire pour les investissements (*capex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

En haut de cycle, on voit fleurir des montages plus complexes comme 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 ; des *subscription lines* pour différer de quelques mois le versement des investisseurs du fonds et améliorer à la marge le TRI. 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.

e) Un peu de recul

49.15 Le prix des cibles acquises en LBO évolue avec les multiples boursiers, les taux d'intérêt et l'appétit des banques à prêter.

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

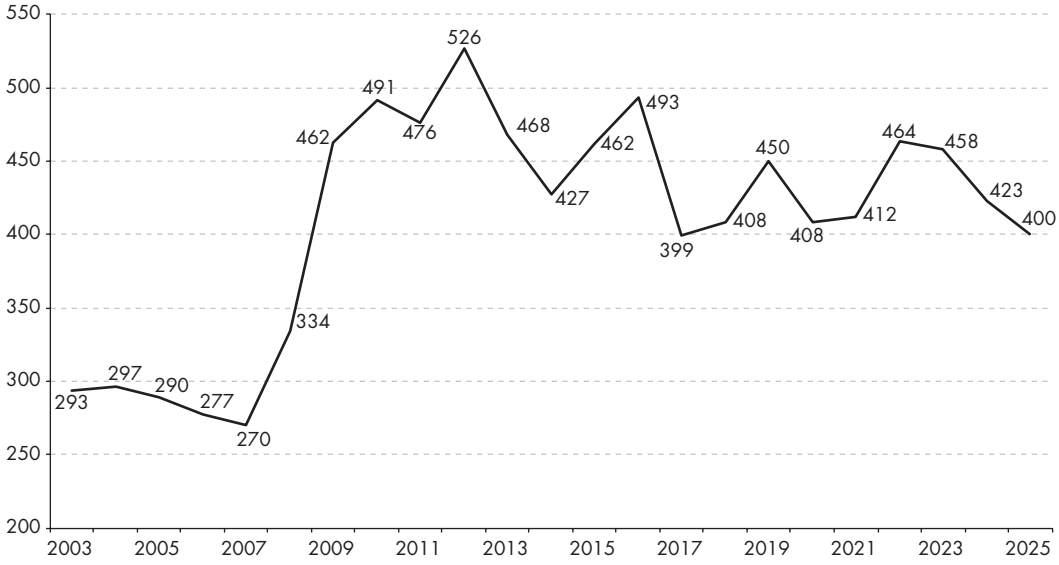


Source : Pitchbook LCD.

Electronics Arts a ainsi été acquis pour 22,9 fois l'EBE, acquisition financée par des dettes représentant 7,9 fois l'EBE. C'est un prix et un montage de haut de cycle !

Depuis la crise de 2009, l'appréciation du risque des LBO par les prêteurs a été sérieusement revue à la hausse, entraînant une hausse de leur rémunération relative.

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



Source : Standard & Poor's.

5 ▪ Les dirigeants et les employés d'une entreprise sous LBO

49.16 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 organiques ou de croissance externe, 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 (souvent 1 à 2 ans de rémunération), 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, 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).

Le plus souvent, le management est conseillé par un cabinet spécialisé et un avocat pour la mise en place de ces *management packages*.

Les employés sont également clés pour la réussite d'un LBO, c'est pourquoi certains fonds de LBO rétrocèdent une petite partie de leur plus-value (2 à 5 % en général) aux salariés, et bénéficient alors d'un avantage fiscal.

Section 3 ▪ LBO et ESG

49.17 La quasi-totalité des fonds de LBO incluent depuis plusieurs années dans leurs études d'une entreprise à acquérir une analyse de sa politique ESG, et pas uniquement parce que les gestionnaires du fonds de LBO peuvent avoir une conviction personnelle forte sur ce sujet.

Ils savent en effet que leurs investisseurs leur demandent des comptes dans ce domaine, et qu'un certain nombre ne leur confieront pas de fonds s'ils ne sont pas satisfaits de leurs engagements ESG. Par ailleurs, il ne leur a pas échappé qu'une entreprise à la politique ESG claire et authentique fidélise mieux ses clients et ses équipes, ce qui réduit les coûts (de recrutement, de formation) et augmente l'engagement des salariés, facteurs de réussite de tout LBO. Enfin, céder une entreprise sous LBO sans politique ESG crédible est très compliqué et induit une décote de valorisation dans le meilleur des cas, voire peut faire fuir certains acheteurs dont les fonds de LBO.

Section 4 ▪ LBO et théories financières

49.18 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 cette situation ? 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 puisqu'un montage LBO aboutit 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 parfaits ; 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 35 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. 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…) pour rembourser la dette. 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 donc 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 groupe. Les études académiques 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.

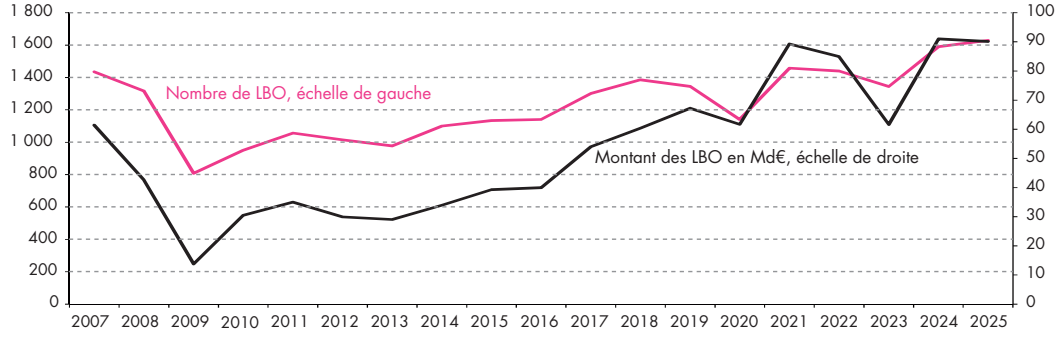
Les études académiques menées sur la performance des LBO montrent, en moyenne, que la majeure partie de cette création de valeur est captée par la société de gestion du fonds ; la performance résiduelle pour l'investisseur dans un fonds de LBO est ainsi comparable à celle d'un portefeuille d'actions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

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 5 ▪ Un marché des LBO qui arrive à maturité et devient cyclique

49.19 Si les LBO se sont considérablement développés, en Europe, depuis les années 1980, cette croissance est cyclique. Elle est en effet très dépendante de l'appétence des prêteurs pour la dette risquée sans laquelle les LBO ne peuvent pas se monter ; et d'une conjoncture économique qui laisse envisager le remboursement de la dette contractée par les flux de trésorerie générés et/ou la revente de l'entreprise sous LBO. Il y a donc alternance, avec la régularité d'un métronome, entre des phases d'expansion (fin des années 1990, 2003-2007, 2014-2018) et de contraction (début des années 1990, 2000-2003, 2008-2013, 2022-2025).

Les LBO en Europe depuis 2007



Source : Invest Europe / EDC.

Les multiples D/EBE se réduisent et se gonflent, les *covenants* sont plus ou moins stricts, les tranches A (remboursées linéairement et non *in fine*) assurent une part plus ou moins importante de la dette, faisant des financements de LBO plutôt des financements d'actifs (quand la vaste majorité du remboursement provient de la revente de l'entreprise sous LBO) ; ou plutôt des financements sur *cash-flows*, ce qu'ils étaient supposés être au moment de l'invention des LBO.

La hausse des taux en 2022 a freiné très largement le marché du LBO, qui est revenu en valeur au niveau de 2002, alors que les valorisations ne se sont pas ajustées à la baisse, rendant difficile les sorties secondaires ou par la Bourse. Dans ce contexte, le secteur des fonds de LBO s'industrialise avec de très grands acteurs (KKR, CVC, etc.) qui ont su diversifier leurs activités (LBO, dettes, infrastructures, immobilier, etc.), et qui sont très bien placés pour conquérir de nouveaux clients : la classe moyenne. En effet, les institutionnels, les fonds souverains, les *family office* et les particuliers fortunés, déjà bien investis en LBO, n'accroîtront que marginalement leur exposition à ce segment de l'investissement. Et les particuliers sont très sensibles à la notoriété et au nom. Ce qui donne un avantage compétitif certain aux grands du secteur.

> Les atouts intrinsèques des LBO en matière de gouvernance d'entreprise font qu'ils traversent les crises ; ils ont montré leur résilience en 2020-2021.

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.

Si, initialement, le LBO était souvent une solution à une succession familiale ou à une cession par un groupe d'une division, il est de plus en plus un mode de détention en soi ; une entreprise étant achetée et puis revendue de fonds de LBO à fonds de LBO. 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 ou mezzanine, voire unitranche) 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. En effet, les LBO apportent un mode de gouvernance d'entreprise différent, et souvent plus efficace 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 risques 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 dit-on parfois que gérer une entreprise sous 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 fond 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 les flux de trésorerie négatifs générés par une start-up ne permettent pas de 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. En revanche, 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 accroître sa fortune s'est émoussée.

BIBLIOGRAPHIE

Pour approfondir les opérations de LBO...

Bain, *Global private equity report 2026*, 2026.

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., « 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 les prêts *first loss-second loss* ? », *La Lettre Vernimmen.net* janvier 2019, n° 164, pages 7 à 8.

Le Fur Y., Quiry P., « 3 idées à retenir de la sortie de bourse d'Adevinta », *La Lettre Vernimmen.net* juillet 2024, n° 218, pages 2 à 6.

Le Fur Y., Quiry P., « Les fonds de LBO immobilisés par la hausse des taux d'intérêt ou leur propre dynamique ? », *La Lettre Vernimmen* juillet 2026, n° 239, pages 1 à 10.

Médus J.-L., *LBO,* buy-out *et transmission d'entreprises*, Books on demand, 2020.

Milési N., « Diriger une entreprise sous LBO », *La Lettre Vernimmen.net* février 2024, n° 215, pages 1 à 6.

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.

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* 1er trimestre 2012, n° 187, pages 25 à 32.

www.investeurope.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., Braun R., Puche B., « International evidence on value creation in private equity transactions », *Journal of Applied Corporate Finance* automne 2015, vol. 27, n° 4, pages 105 à 122.

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.

Cohn J., Hotchkiss E., Towery E., « Sources of value creation in private equity buyouts of private firms », *Review of Finance* mars 2022, vol. 26, n° 2, pages 257 à 285.

Gompers P., Kaplan S., Mukharlyamov V., « What do private equity firms say they do? », *Journal of Financial Economics* 2016, vol. 121, n° 3, pages 449 à 476.

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

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.

Wigglesworth R., « Is private equity actually worth it? », *Financial Times* 6 mars 2024.