
Introduction

Dans une étude parue le 24 septembre 2003, le greffe du tribunal de commerce de Paris indiquait que 19,4 % des entreprises en activité ont à leur tête un chef d'entreprise de plus de 58 ans. Une récente étude de l'IFOP (Institut français d'opinion publique) confirme cette tendance : pas moins de 24 % des dirigeants interrogés ont l'intention de transmettre leur société dans les cinq ans à venir. Ces chiffres illustrent l'ampleur d'un phénomène national, car ce sont quelque 450 000 entreprises qui devraient changer de mains dans les dix ans, et c'est la raison pour laquelle de nombreux professionnels s'y intéressent de plus en plus¹.

La technique la plus courante pour reprendre une entreprise est celle du LBO (« Leveraged Buy-Out », ou littéralement « prise de contrôle avec effet de levier »). Plusieurs fonds d'investissement sont spécialisés dans les LBO tels APAX, 3I, SIPAREX, KKR, LBO France, etc.² Selon l'AFIC³, les montants investis dans des opérations de LBO étaient de 500 millions d'euros en 1997 et de près de 2 milliards d'euros en 2001. En 2002, le seuil de 4,5 milliards d'euros a été atteint. Ces chiffres sont représentatifs de la montée en puissance du rythme des acquisitions de ces dernières années, et ce, jusqu'à l'été 2007...

-
1. Par exemple, sur son site, l'ordre des experts-comptables met à la disposition de ses membres de nombreux outils et documents d'information liés à la transmission d'entreprise : www.entrepreseevaluation.com
 2. Voir par exemple le n° 857 d'*Option Finance*, en page 40, qui dresse un état des lieux des participations détenues par les principaux fonds de LBO les plus actifs en France. Se reporter également au *Guide des sociétés de capital-investissement*, J.-B. Hugot et J.-P. Mocci, Éditions du Management, 7^e édition, 2008.
 3. Association française des investisseurs en capital. En 2002, l'AFIC a publié le *Livre blanc du LBO* et en 2003, une brochure d'information à destination des chefs d'entreprise. Cf. www.afic.asso.fr

Depuis quelques mois et l'arrivée de la « crise financière », les banques sont devenues bien plus difficiles en termes d'octroi de crédit, et se montrent dorénavant très sélectives sur les dossiers, ce qui conduit logiquement à réduire le volume global des montages LBO.

Qu'est-ce qu'un LBO ?

Le LBO n'est pas un mode « particulier » d'acquisition d'une société. En réalité, toute opération par laquelle un repreneur cherche à prendre le contrôle d'une société repose sur un montage de ce type...

La technique du LBO pourrait être définie comme suit : opération par laquelle une ou plusieurs personnes prennent, par l'intermédiaire d'une ou de plusieurs holdings¹, le contrôle d'une société ayant une activité industrielle ou commerciale (la « cible »), en finançant la plus grande partie de cette acquisition par un emprunt, lequel est ensuite remboursé grâce aux remontées de trésorerie provenant de la cible. Par conséquent, si l'on estime que l'investissement sera susceptible de générer des flux de cash (les « cash-flows ») suffisants pour rembourser le coût d'utilisation des fonds nécessaires à l'acquisition de la cible, alors on est en plein dans une logique dite d'effet levier : l'emprunt est utilisé comme un levier pour rentabiliser l'investissement d'acquisition.

Le LBO est de toute évidence la technique rêvée des cadres qui souhaitent acquérir une entreprise, et pour employer l'image utilisée par le magazine *Option Finance*, le LBO réussi peut ainsi se transformer en un véritable « jackpot » pour un dirigeant repreneur !

1. Le terme « holding » a pour origine le verbe anglais « to hold », qui veut dire détenir. Une holding est une société qui détient des participations dans d'autres sociétés.

Les variantes du LBO

Le Leveraged Buy-Out est un terme générique qui peut se décliner en plusieurs variantes :

Le LMBO

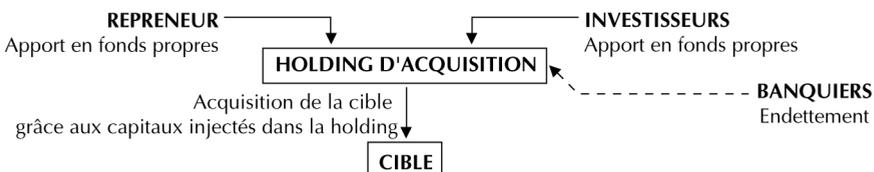
Le LMBO (Leveraged Management Buy-Out), ou plus communément « MBO », est une opération de rachat d'une entreprise dans laquelle des banques et investisseurs extérieurs financent l'équipe de management en place dans l'optique d'acquérir la société qui les emploie. Le cas typique d'un LMBO est celui où un groupe industriel cède à ses cadres dirigeants une de ses business units (cette opération est alors appelée « spin off »).

Le LMBI

Le LMBI (Leveraged Management Buy-In) est une opération de rachat d'une entreprise dans laquelle des investisseurs extérieurs procèdent à l'acquisition de la société en apportant une nouvelle équipe de management. Le cas le plus fréquent en pratique – dans le monde de la PME – est celui où un repreneur rachète une cible en finançant le prix d'acquisition à l'aide d'un emprunt et, le cas échéant, d'un apport en fonds propres d'investisseurs extérieurs.

Le BIMBO

Le BIMBO (Buy-In Management Buy-Out) implique une équipe de management mixte, composée de managers extérieurs associés à des managers en place. C'est d'ailleurs souvent le cas lorsqu'un repreneur souhaite fidéliser les hommes clés en les intégrant à la reprise (participation au tour de table). Le schéma typique d'un LBO est le suivant :



L'OBO

L'OBO (Owner Buy-Out) est une opération purement patrimoniale. Il n'y a pas de repreneur dans ce type d'opération : le chef d'entreprise se vend à lui-même une partie de ses titres afin de transformer une fraction de son patrimoine professionnel en patrimoine privé, et ainsi dégager des liquidités (sous réserve des inconvénients de nature fiscale liés à l'amendement Charasse). Il fait donc racheter 100 % du capital de son entreprise par une nouvelle société holding constituée à cet effet, et dans laquelle il va détenir une partie du capital aux côtés d'un capital-investisseur. Il encaissera par conséquent le prix de cession qui lui sera payé par sa société holding, tandis que celle-ci remboursera progressivement la dette d'acquisition comme dans un LBO « classique ».

Notons enfin que lorsque le LBO est suivi d'opérations de croissance externe, il s'agira alors de LBU : Leveraged Build-Up. Les LBU sont très prisés par les fonds d'investissement, qui essaient souvent d'agréger à la société acquise d'autres sociétés appartenant par exemple au même secteur d'activité, dans le but de profiter de synergies, donc d'augmenter la création de valeur, ce qui leur permettra de bien meilleures conditions de sortie (voire même de profiter d'une entrée en Bourse).

Les trois leviers du LBO

En réalité, le principal intérêt d'une acquisition par LBO réside dans le fait qu'elle conjugue trois effets de levier :

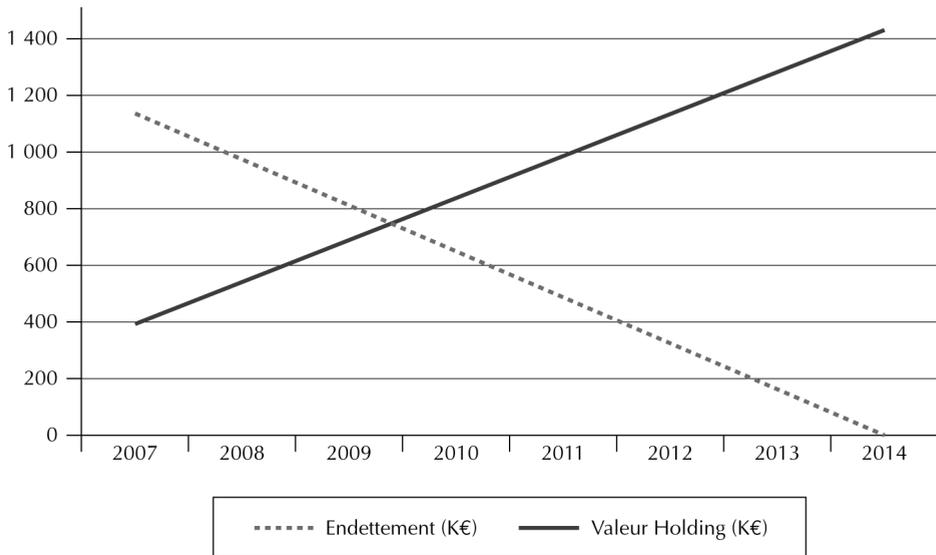
Le levier économique

Le levier économique est la condition sans laquelle le LBO ne peut exister. L'effet de levier peut être défini comme égal à la différence entre la rentabilité des capitaux propres et la rentabilité économique¹. La dette permet de réduire le coût des financements de l'actif économique, et ainsi d'augmenter le rendement des capitaux propres. En schématisant dès lors que la rentabilité

de la société est suffisante (supérieure au coût de l'endettement), il vaut mieux s'endetter et investir dans l'outil de production pour générer un rendement supérieur au coût de l'endettement. Cet endettement permet par conséquent aux actionnaires de percevoir un rendement supérieur...

Une fois le LBO bouclé, plus le temps passe, plus l'ensemble holding + cible prendra de la valeur du fait de la réduction progressive de l'endettement, d'où la prise de valeur très rapide des titres acquis par le repreneur et, le cas échéant, les investisseurs financiers. Le schéma ci-dessous illustre ce mécanisme :

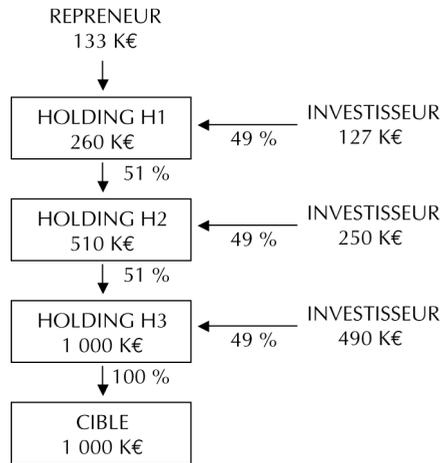
Le transfert de valeur dans une LBO



Le levier juridique

L'utilisation d'une ou plusieurs holdings successives (appelée « cascade de holdings ») permet de contrôler une société avec peu de capital. Le schéma ci-dessous en donne une illustration :

1. $R_{CP} = R_E + (R_E - i) \times D/CP$, avec R_E : rentabilité économique, R_{CP} : rentabilité des capitaux propres, i : coût de la dette, D : dette et CP : capitaux propres.



Ainsi, en théorie, un repreneur ne disposant que d'un capital de 133 K€ pourra ainsi acquérir et contrôler une cible ayant une situation nette de 1 000 K€ : c'est le levier juridique.

Cependant, deux éléments viennent limiter l'efficacité de cet effet levier :

- ◆ d'abord, il sera difficile au repreneur de trouver des investisseurs acceptant de financer une part si importante de l'acquisition (dans l'exemple ci-dessus, ils apportent 127 + 250 + 490, soit 867 K€, tandis que le repreneur n'apporte que 133 K€), et ils seront également peu intéressés de se retrouver détenteurs de participations dans des sociétés intermédiaires, celles-ci étant par définition peu liquides ;
- ◆ ensuite, concernant plus spécifiquement le montage LBO, un argument de taille s'oppose à l'utilisation du levier juridique : le levier fiscal. Car pour pouvoir bénéficier du levier fiscal, il faudra nécessairement opter pour le régime d'intégration fiscale, qui impose de détenir à chaque niveau d'interposition au minimum 95 % des sociétés, condition *sine qua non* pour pouvoir imputer les bénéfices réalisés par la cible sur les déficits des holdings d'acquisition.

Le levier fiscal

Dans la mesure où la holding va fortement s'endetter pour acquérir la cible, elle sera systématiquement déficitaire en raison des charges finan-

cières liées à l'emprunt d'acquisition particulièrement lourdes. L'option pour le régime d'intégration fiscale permettra d'imputer le bénéfice de la cible sur le déficit fiscal de la holding. L'économie d'impôt résultant de cette imputation constitue ce troisième levier.

Le plan de l'ouvrage

Cet ouvrage a vocation à s'adresser à la fois aux conseils et aux repreneurs intervenant dans une opération de transmission par LBO, et se veut être une synthèse pratique de l'ensemble des aspects stratégique, financier et juridique de l'acquisition d'une PME par LBO, et une sorte de guide permettant de « sécuriser » l'opération.

Cet ouvrage est structuré en trois grandes sections, correspondant aux trois principales étapes d'un LBO :

Les due diligences pré-acquisition

Cette étape a pour objet de trouver une cible, d'apprécier ses performances économiques au sein de son environnement, et donc de déterminer avant tout si le LBO est viable ou non. L'analyse stratégique, économique et financière constituera les fondements de ces due diligences pré-acquisition.

L'évaluation de la cible

Les méthodes d'évaluation imposent de maîtriser les bases de la théorie financière moderne, telles qu'elles ont été introduites à l'origine par Harry Markowitz et Merton Miller. Nous aborderons dans un premier temps la théorie financière moderne, puis dans un second temps développerons les méthodes d'évaluation utilisées en pratique par les professionnels, c'est-à-dire l'évaluation par les multiples et celle par les flux de cash (DCF et APV).

Les modalités de réalisation de l'opération et sa sécurisation juridique

Une fois les due diligences économique et stratégique bouclées et la cible valorisée, nous ferons le point sur les particularités juridiques et fiscales d'une acquisition par LBO.

Exemples « vécus » de LBO...

Pour le retour d'expérience d'un repreneur dans la jungle des intermédiaires et « conseillers » divers, se reporter à l'excellent ouvrage de Didier Chambaretaud¹.

Et pour le suivi au jour le jour d'une acquisition, de la recherche à l'entrée d'un fonds d'investissement : l'incontournable blog de Bruno Couly², et la palpitante aventure qui l'a conduit à reprendre la société Autoescape (www.autoescape.com).

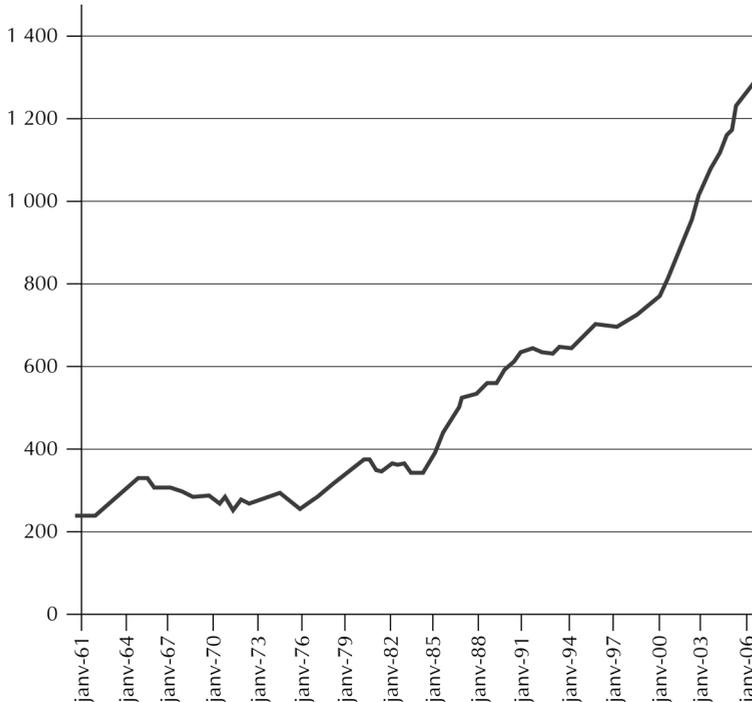
LBO et crise financière

À l'heure où sont écrites ces lignes (le 6 octobre 2008), le CAC 40 vient de perdre plus de 9 % en une seule journée... La crise actuelle, pour le moment financière, correspond à l'éclatement d'une bulle du crédit, à l'origine alimentée par des taux d'intérêt négatifs car inférieurs à l'infla-

-
1. *Reprise d'entreprise – Comment déjouer les pièges d'un marché miné*, Didier Chambaretaud, Village Mondial, 2008.
 2. http://bcouly.blogs.com/bruno_couly/reprise_dentreprise/index.html et son histoire de tasses à café... D'ailleurs, à quand un blog qui s'intitulerait « du LBO à l'IPO » ?

tion, et notamment le fameux carry-trade¹. Cette bulle du crédit a financé ces dernières années la consommation des ménages et la hausse continue des prix de l'immobilier. Le taux d'endettement des ménages, exprimé en pourcentage du PIB national, a doublé en vingt ans².

Dette des ménages en % du PIB



1. Le carry-trade consiste à s'endetter dans une devise à faible taux d'intérêt et à placer ces fonds empruntés dans une autre devise à taux d'intérêt plus fort. Grâce à ce système, les investisseurs tirent parti d'un différentiel de taux d'intérêt. Le Japon, qui pendant des années a lutté contre la déflation, était contraint de pratiquer une politique de taux zéro. C'est ainsi que la monnaie de prédilection du carry-trade est devenue le yen pour monnaie d'emprunt, et en ce qui concerne l'investissement, d'autres devises plus ou moins surprenantes d'ailleurs comme la couronne islandaise, les autorités dudit pays ayant haussé les taux jusqu'à 14,5 % ! Notons que le jour où l'agence Fitch a abaissé la note de l'Islande (soit le 21 février 2006), en deux jours, la couronne a perdu 9 % face au dollar...
2. Cf. l'excellent blog de Loïc Abadie <http://tropicalbear.over-blog.com> qui explique depuis plusieurs années maintenant les causes de la crise actuelle.

La situation actuelle est un véritable retour sur terre, une « redécouverte du risque en finance »¹ : une fois les robinets du crédit coupés, la consommation des ménages s'effondre en toute logique avec l'immobilier, et certains secteurs économiques comme l'immobilier et le BTP sont déjà en situation difficile. La contamination de la crise à l'économie est une évidence, et ce, même si les gouvernements des États occidentaux refusaient encore il y a peu, d'admettre que leur pays était en récession. Les sociétés sous LBO sont en première ligne, parce que la dette exerce déjà une contrainte forte sur ces sociétés, et plusieurs d'entre elles se retrouvent en position particulièrement délicate, leur situation financière les obligeant à restructurer leur dette et à vendre des actifs. Ce n'est pas tant la crise financière en elle-même qui constitue une véritable menace pour les sociétés sous LBO, mais plutôt la crise économique qui la suit : la dégradation de leur rentabilité conduit inexorablement au renchérissement des conditions d'emprunt (les covenants bancaires ne peuvent plus être respectés), voire dans les cas les plus graves, à l'impossibilité à faire face aux échéances de l'emprunt. En fait, c'est tout simplement un retour sur terre, aux fondamentaux. Dans la précédente édition de cet ouvrage, j'avais déjà évoqué le danger de l'évaluation par les multiples, dont le principal défaut est de trop coller au marché : le prix payé sur le marché n'est pas forcément le bon prix, c'est-à-dire pour un LBO, le prix qui permet de rembourser la dette d'acquisition sans trop de stress pour l'acquéreur... La crise financière correspond tout simplement à l'éclatement d'une nouvelle bulle, et comme Warren Buffet le dit si justement : « Only when the tide goes out do you discover who's been swimming naked² ».

NICOLAS BOSCHIN
NBOSCHIN@GMAIL.COM

-
1. Pierre Vernimmen, Pascal Quiry, Yann Le Fur, *Finance d'entreprise 2009*, Dalloz, 7^e édition, 2008.
 2. « *C'est quand la mer se retire qu'on voit ceux qui se baignent nus.* »