

431

# Les montages à effet de levier LBO

## MOTS CLÉS

montages à effet de levier,  
*leveraged buy out*,  
LBO,  
dette mezzanine,  
dette senior,  
*covenants*

## SOMMAIRE

<b>1. LES CARACTÉRISTIQUES GÉNÉRALES DU MONTAGE</b>	<b>2</b>
1.1. Définition	2
1.2. Le profil de la cible	3
1.3. Les mécanismes de l'effet de levier	4
1.4. Les différents montages LBO	4
<b>2. LES ASPECTS JURIDIQUES DU MONTAGE</b>	<b>6</b>
2.1. L'audit d'acquisition	6
2.2. La garantie du passif	6
2.3. Les compléments de prix	7
<b>3. LES ASPECTS FISCAUX DU MONTAGE</b>	<b>7</b>
3.1. L'économie d'impôts réalisée dans le cadre de l'intégration fiscale	7
3.2. Une restriction à la déductibilité des intérêts : « l'amendement Charasse »	7
<b>4. ASPECTS FINANCIERS DU MONTAGE : LA COMPOSITION DE L'ENDETTEMENT ET LES APPORTS EN FONDs PROPRES</b>	<b>8</b>
4.1. La dette senior	8
4.2. La dette mezzanine	8
4.3. Le crédit-vendeur	9
<b>5. LES PRINCIPALES CAUSES DE DIFFICULTÉS D'UN LBO</b>	<b>9</b>
5.1. Les causes profondes	9
5.2. Les facteurs aggravants	10

# 1. LES CARACTÉRISTIQUES GÉNÉRALES DU MONTAGE

## 1.1. Définition

Le *Leveraged Buy Out* (LBO) ou reprise avec effet de levier, est un montage financier qui consiste en une opération de rachat d'une société cible largement financée par endettement. Il se traduit par la création d'une société holding qui s'endette pour acheter les titres de la cible. Le service de la dette (paiement des intérêts et remboursement d'échéance) souscrit par la holding est assuré par les flux générés par la cible (versements de dividendes, de *management fees*<sup>1</sup>, etc.).

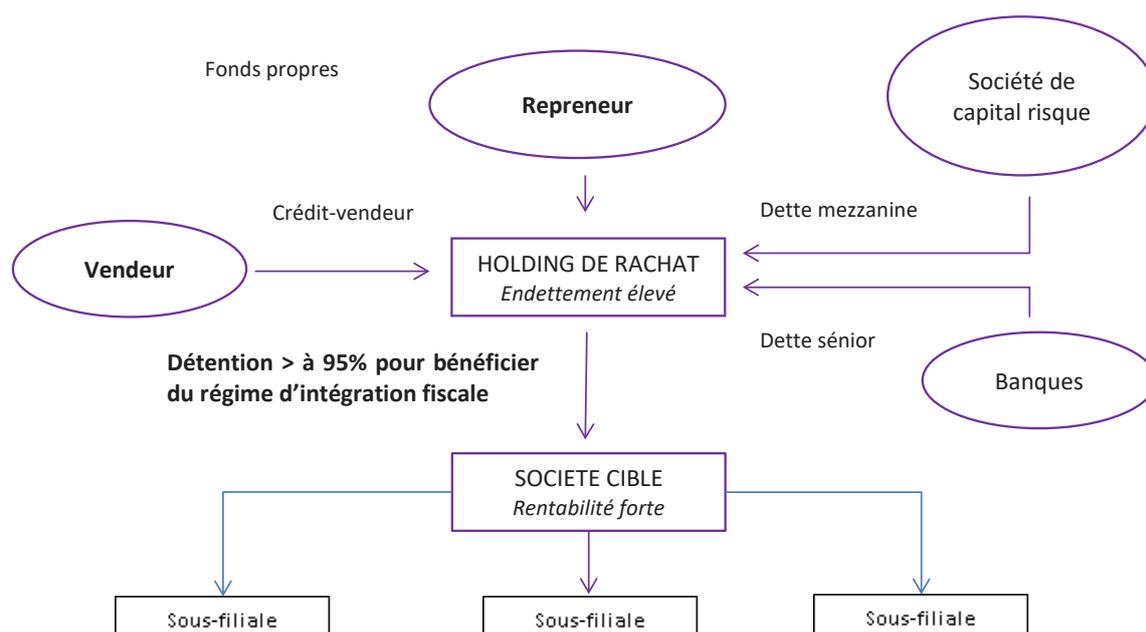
Le montage LBO repose sur l'effet de levier lié à l'endettement : de manière générale, la société holding est dotée d'un capital relativement faible au regard de l'opération. Il peut également bénéficier des effets de levier liés à l'organisation juridique du montage et à la fiscalité des groupes (cf. infra point C Les mécanismes de l'effet de levier).

Le montage LBO s'inscrit généralement dans le cadre de la transmission de l'entreprise. Les objectifs et caractéristiques du montage peuvent varier en fonction notamment de la qualité du repreneur : fonds d'investissement, management, cédant, industriel, etc. (cf. point D Les différents montages LBO).

Dans la mesure où ces montages reposent essentiellement sur l'endettement, tout retournement de conjoncture ou même une simple baisse de rentabilité de la société rachetée peut remettre en cause la capacité de remboursement de l'ensemble, constitué de la société holding et de la société d'exploitation, et aboutir au dépôt de bilan. De tels montages sont donc, par nature, vulnérables. Dans tous les cas, l'importance du service de la dette risque de limiter pendant plusieurs années les possibilités d'investissement de l'entreprise, réduisant sa capacité à faire face aux adaptations et à développer son potentiel de production.

1. Les « *management fees* » correspondent à des prestations facturées par la société mère à ses filles en contrepartie de services administratifs rendus et d'une implication dans la gestion et/ou la définition de la stratégie.

## – Schéma simplifié d'une opération de LBO



Intervenants	Objectifs
Repreneur	détention du contrôle par un apport en fonds propres limité, parfois complété par un apport en compte courant
Société de capital-risque	opportunité d'une plus-value importante à moyen terme
Banques	apport d'un financement avec une tarification et surtout une demande de garanties proportionnées aux risques perçus du montage

**Durée fréquente du montage : 7 à 10 ans**

### 1.2. Le profil de la cible

La société cible doit être en mesure de générer suffisamment de trésorerie pour assurer le service de sa dette ainsi que celui de la holding, accroître sa valorisation et rester attractive pour les investisseurs.

La cible doit donc présenter, a priori, certaines caractéristiques :

- une situation financière saine : rentabilité significative, endettement raisonnable et maîtrisé, activité peu consommatrice de capitaux (investissements et BFR) ;

- une bonne visibilité sur les *cash-flows* futurs : *cash-flows* excédentaires récurrents, prévisibilité des flux de trésorerie disponibles => les secteurs fortement cycliques ou en déclin sont donc à éviter ;
  - un management de qualité ;
  - un potentiel de croissance : stratégie claire avec des opportunités de croissance interne et externe ;
  - des atouts concurrentiels : position forte sur le marché, outil de production adapté, menaces limitées de l'environnement ;
  - un savoir-faire transmissible (le cédant ne doit pas être trop impliqué type « homme clé »).
- >>> Les montages LBO s'adressent à un nombre restreint d'entreprises estimé à quelques dizaines de milliers en France.

### 1.3. Les mécanismes de l'effet de levier

Le LBO repose sur un triple effet de levier :

- un effet de levier financier qui repose sur l'utilisation massive de l'endettement afin d'accroître la rentabilité des fonds investis. La création d'un holding de rachat permet de faire supporter le financement de l'opération par la société cible : la dette contractée au niveau du holding est remboursée grâce aux remontées de cash de la cible ;
- un effet de levier juridique qui résulte de la constitution d'une société holding et de la souscription d'une partie de son capital par des investisseurs professionnels extérieurs (fonds d'investissements spécialisés, société de capital investissement). Il permet ainsi aux repreneurs d'accroître leur capacité de contrôle avec une mise de fonds initiale limitée ;
- un effet de levier fiscal qui résulte de l'application, sur option, du régime de l'intégration fiscale. Ce régime permet à la société holding de se constituer seule redevable de l'impôt sur les sociétés à raison du résultat d'ensemble et, par là, d'imputer les frais financiers relatifs à ses emprunts sur les bénéfices de la société cible (= les frais financiers de la holding sont déductibles fiscalement<sup>2</sup>).

### 1.4. Les différents montages LBO

#### 1.4.1. Les LBO « classiques »

Au sein d'un **LBO financier**, le capital de la holding est largement détenu par des fonds d'investissement avec la présence minoritaire des managers. Un fort levier financier est utilisé, ce qui fait supporter à la cible une « pression à la performance ». Le débouclage se traduit par la revente de la société à d'autres investisseurs.

Il peut répondre à des stratégies spécifiques :

- Le **Leveraged Build Up** (LBU) est un LBO de développement qui vise des opérations de croissance externe. Une première cible (*launching pad*) est acquise, puis d'autres sociétés sont achetées par la cible ou la holding. Le but est de fusionner l'ensemble de ces structures pour

2. Sous réserve de la restriction prévue par l'amendement Charasse – cf. infra point 3 *Les aspects fiscaux du montage financier*.

donner naissance à une société de taille importante permettant de peser sur le marché et de s'y développer. Le montage vise à corriger la dispersion du marché et à rechercher des synergies et des économies d'échelle autour de la cible initiale.

- Le **Leveraged Turn Around** (LTA) porte sur une entreprise en difficulté. Il s'agit d'un montage dont la stratégie se fonde sur le redressement et le sauvetage de la cible. Réalisée par des investisseurs spécialisés, cette opération de capital-retournement s'intéresse donc à des cibles dégradées, souvent peu valorisées. Le montage consiste en une opération de restructuration économique et financière de la cible. Le taux d'échec est relativement important mais sensiblement moins que pour les entreprises de même type détenues par un actionariat classique.

Le **LBO industriel** consiste en l'achat d'une cible via une holding endettée appartenant quasi exclusivement à un investisseur industriel. L'endettement est très largement senior, amortissable sur une longue période, l'objectif étant de solder totalement la dette par les remontées de la cible. Au terme de l'opération, la dette d'acquisition est totalement remboursée et le débouclage a lieu par absorption du montage ou par fusion entre la holding et la cible.

#### 1.4.2. Les LBO adossés au management

Dans ces montages, le management détient une part significative du capital de la holding. Il convient toutefois d'être vigilant car généralement un fonds est coactionnaire de la structure et les outils financiers mis en place (*equity kicker*)<sup>3</sup> peuvent permettre à ce dernier de devenir très largement majoritaire en diluant fortement et soudainement les managers.

Le **Management Buy Out** (MBO) est l'acquisition d'une cible par ses managers. La société holding est majoritairement contrôlée par les managers aux côtés d'un fonds qui apporte son expertise. Le débouclage a souvent lieu par cession. Le MBO présente plusieurs limites : capacité des cadres à mobiliser du financement, entente et coopération entre eux (problématique de la gestion du pouvoir), compétences.

Le **Management and Employees Buy Out** (MEBO) ou **Rachat de l'Entreprise par les Salariés** (RES) est un montage dans lequel le capital de la holding est partagé entre managers, salariés de la cible et fonds d'investissement.

Le **Management Buy In** (MBI) s'apparente à un MBO : l'opération ne se fonde pas sur les cadres en place, mais sur un ou plusieurs managers qui sont recrutés spécialement pour l'opération à laquelle ils participent financièrement, en prenant une part du capital de la holding. Il s'agit souvent de dirigeants particuliers, habitués à ce type d'opérations et qui disposent de capitaux. Le risque de « choc » avec l'encadrement en place est donc à surveiller.

Le **Buy In Management Buy Out** (BIMBO) est une opération mixte où le capital de la holding est détenu par des cadres en place dans la cible et un ou plusieurs cadres –investisseurs– recrutés pour l'opération.

---

3. Ensemble des techniques permettant d'avoir accès au capital. Les prêteurs en mezzanine l'utilisent sous la forme de bons de souscription, options de rachat d'actions, ou de conversion d'obligations en actions.

### 1.4.3. Les LBO adossés au cédant

Ce sont des montages où le cédant devient actionnaire de la holding de reprise. L'avantage est de réduire le risque de transmission et de permettre une sortie en douceur du vendeur, étalée dans le temps. Il est tout de même nécessaire de bien cadrer la présence du cédant pour qu'il ne bloque pas les changements opérationnels visés par le LBO.

Plusieurs cas de figure peuvent se présenter :

Le **Vendor Buy Out** (VBO) est un montage dans lequel le cédant devient actionnaire minoritaire aux côtés d'un fonds d'investissement. Le cédant investit généralement au moyen d'un crédit vendeur subordonné élevé. Ce sont les cadres en place et le fonds qui dirigent la structure.

L'**Owner Buy Out** (OBO) est une opération fréquente pour les sociétés familiales et revient à une vente à soi-même. Elle permet à un actionnaire de réaliser la vente de son entreprise tout en la conservant. En effet, le cédant constitue une holding dont il détient le capital quasi exclusivement ou parfois avec un fonds minoritaire. Il vend sa société à la holding, ce qui lui permet de disposer des fonds pour souscrire le capital et de disposer des fonds relatifs à une partie de sa plus-value de cession. La holding s'endette auprès de créanciers financiers. L'actionnaire majoritaire de la holding est le dirigeant de la cible. Les créanciers financiers se fondent sur un taux d'endettement net (*gearing*) généralement plus raisonnable que dans les LBO « classiques ». La principale contrainte de ce type de montage réside dans la difficulté à bénéficier de l'intégration fiscale et pousse les actionnaires à procéder à des montages plus complexes.

## 2. LES ASPECTS JURIDIQUES DU MONTAGE

### 2.1. L'audit d'acquisition

L'acquéreur (ou les auditeurs qu'il a diligentés) regroupe les informations collectées sur la société cible (suite aux discussions avec le vendeur et les représentants des salariés de la cible, à l'étude du marché, etc.) dans un document appelé audit d'acquisition.

L'audit d'acquisition est l'occasion de procéder à un examen critique des comptes de la société cible et à une réflexion sur ses résultats prévisionnels. Mais un audit d'acquisition complet va bien au-delà : il porte aussi bien sur des aspects généraux de la société cible (raison de la vente, stratégie, etc.) que sur des aspects propres à son marché et ses produits, à l'analyse de son positionnement concurrentiel, ses relations avec ses clients, ses fournisseurs, mais aussi sur des aspects plus techniques comme l'état de l'outil industriel (normes environnementales, obsolescence, productivité, etc.), sa situation sociale (gestion des ressources humaines, syndicalisation, etc.), sa situation juridique (étude des contrats, des litiges, etc.), son équipe managériale (compétences, etc.), sa situation fiscale (éventuels transferts de marge, étude des comptes sous l'angle fiscal, etc.), ou encore les possibilités de sortie à terme (échéances, options offertes, enjeux de valorisation).

C'est à l'appui de ce document que l'acquéreur démarché ses partenaires financiers.

### 2.2. La garantie du passif

Afin de garantir l'acquéreur contre un risque lié à un accroissement du passif (ou à une réduction de l'actif), une clause de révision du prix à la charge du vendeur est très souvent insérée dans le contrat de vente de la cible.

La garantie ne couvre généralement que les variations d'actif ou de passif, non comptabilisées, dont l'apparition serait postérieure à la transaction mais dont l'origine serait antérieure.

### 2.3. Les compléments de prix

Un système de complément du prix de la transaction (clause *d'earn-out*) peut être mis en place. Il s'agit d'une clause contractuelle généralement fondée sur un objectif de performances défini sur une période donnée. Le dépassement de l'objectif donne lieu au versement par l'acquéreur d'un complément de prix au cédant, calculé selon une formule négociée lors de la transaction.

## 3. LES ASPECTS FISCAUX DU MONTAGE

### 3.1. L'économie d'impôts réalisée dans le cadre de l'intégration fiscale

Le levier fiscal permis par le régime de l'intégration fiscale constitue, avec le levier financier, un élément essentiel des montages LBO recherché par les investisseurs. Le principe en est le suivant : les frais financiers liés au rachat de la cible génèrent un résultat fiscal déficitaire<sup>4</sup> au niveau du holding de rachat qui vient s'imputer sur le résultat fiscal bénéficiaire (en principe) de la cible. L'économie d'impôts qui en résulte correspond donc approximativement à un tiers des frais financiers générés par l'opération. Sur un plan pratique, la société cible verse le montant de l'impôt correspondant à son résultat fiscal au holding de rachat qui, à son tour, règle l'impôt dû à l'administration fiscale en conservant (si la convention de l'intégration fiscale le prévoit) pour son compte la différence liée à l'économie d'impôts.

Pour pouvoir bénéficier du régime de l'intégration fiscale, plusieurs conditions sont exigées :

- les sociétés du groupe d'intégration doivent être toutes assujetties à l'impôt sur les sociétés (IS) ;
- seules les sociétés détenues, directement ou indirectement, à hauteur de 95 % ou plus par le holding de rachat peuvent entrer dans l'intégration ;
- l'option pour ce régime doit être demandée par la mère avant le début de l'exercice (le régime est valable 5 ans renouvelables) ;
- les exercices des sociétés du groupe doivent avoir une date d'arrêté commune et une durée de 12 mois.

### 3.2. Une restriction à la déductibilité des intérêts : « l'amendement Charasse »

L'amendement Charasse (article 223 B du CGI) vise à limiter l'utilisation du régime de l'intégration fiscale dans le cas d'une « vente à soi-même » OBO, vente dans laquelle l'actionnaire majoritaire d'une société vend ses titres de participation à un holding dont il détient lui-même le contrôle.

4. En effet, le compte de résultat de la société holding se résume généralement aux dividendes versés par la cible et aux frais financiers liés à l'opération. Les dividendes faisant l'objet d'une neutralisation fiscale dans le cadre du régime « mère-fille », il ne reste dans le résultat fiscal que la charge résultant des frais financiers.

## 4. ASPECTS FINANCIERS DU MONTAGE : LA COMPOSITION DE L'ENDETTEMENT ET LES APPORTS EN FONDS PROPRES

Dans le cadre des opérations LBO, une analyse approfondie du financement de l'acquisition (apports en fonds propres et en compte courant d'associés, composition de l'endettement, durée totale de l'opération, etc.) est absolument nécessaire à une bonne appréciation du risque.

La dette de la société holding combine généralement deux catégories de dettes :

- une dette bancaire ordinaire qualifiée de dette senior,
- et une dette subordonnée ou encore mezzanine pour laquelle les prêteurs exigeront une rémunération supérieure compte tenu du risque qu'ils encourent.

Certains montages peuvent, en outre, inclure un « crédit-vendeur ».

### 4.1. La dette senior

Le plus souvent, il s'agit d'un **prêt bancaire classique d'une durée moyenne allant de 4 à 7 ans**, accordé à taux variable et amorti par annuités constantes. Dans les affaires les plus importantes, différentes tranches de dette senior peuvent être émises, et présentent pour le prêteur une échelle de risques graduée.

La dette senior est structurée en dette obligataire ou indivise et généralement **assortie de sûretés réelles ou personnelles** : nantissement des actions de la société cible, caution personnelle des dirigeants ou des actionnaires du holding, hypothèque sur des biens immobiliers ou mobiliers de la cible, nantissement de comptes espèces, etc.

La dette senior peut également être assortie de clauses financières contractuelles, aussi appelées « **covenants** ». Ces clauses ont pour objet de donner au créancier un droit de regard, voire un moyen de pression sur les agissements de l'emprunteur. Elles peuvent revêtir différentes formes : par exemple, la clause peut stipuler que le créancier doit donner son accord pour une cession d'actif ; la clause peut fixer un niveau d'endettement au-delà duquel la créance devient immédiatement exigible, etc. Dans les faits, l'exigibilité anticipée des concours est rarement mise en œuvre : elle risquerait en effet de précipiter la défaillance du groupe. Les covenants ont donc essentiellement un rôle d'alerte et permettent, le cas échéant, d'alerter les créanciers sur le renchérissement du risque. Les bris de covenants peuvent ainsi aboutir à une restructuration de la dette (avec un report d'annuité ou un allongement de la maturité) et/ou une renégociation des conditions du financement.

Lors de l'octroi des dettes senior, on distingue la banque chef de file qui étudie la faisabilité de l'opération et, généralement, prend temporairement à sa charge l'ensemble du financement bancaire, et les banques coparticipantes qui, dans un second temps, prennent à leur charge une partie de l'endettement.

### 4.2. La dette mezzanine

La dette mezzanine désigne le **financement qui s'intercale entre les fonds propres et la dette senior**. Elle permet de concilier les intérêts des apporteurs de dettes senior qui ne souhaitent pas dépasser un certain niveau de risque et des apporteurs de fonds qui ne souhaitent pas accroître leur participation pour ne pas diminuer le jeu de l'effet de levier.

En général, la dette mezzanine est d'**une durée comprise entre 7 et 10 ans**. Son remboursement est **subordonné au remboursement de la dette senior**, c'est-à-dire qu'il ne débute qu'à partir du moment où la dette senior est intégralement remboursée. Ce différé d'amortissement du capital peut

s'accompagner d'une franchise partielle ou totale du paiement des intérêts sur la même période. Elle est généralement remboursable *in fine (bullet)*, et souscrite par des banques ou des investisseurs spécialisés (mezzaneurs).

La dette mezzanine peut revêtir la forme d'un crédit bancaire assorti de bons de souscription autonomes mais, le plus souvent, elle prend la forme d'une **émission d'obligations à bons de souscription d'actions voire d'obligations convertibles ou remboursables en actions**<sup>5</sup>.

**La dette mezzanine se caractérise par un rendement élevé.** Le taux de rémunération s'établit entre 1 et 1,5 point au-dessus de celui de la dette senior.

### 4.3. Le crédit-vendeur

Le crédit-vendeur correspond à une **facilité de paiement accordée par le vendeur** sur une partie du prix de vente. Il se matérialise par un prêt (de 12 à 36 mois) auprès du vendeur. Il présente l'avantage pour l'acquéreur d'impliquer le vendeur. Il peut être associé à une clause de paiement de complément de prix (cf. 2.3 Les compléments de prix).

## 5. LES PRINCIPALES CAUSES DE DIFFICULTÉS D'UN LBO

### 5.1. Les causes profondes

#### 5.1.1. Une conjoncture défavorable

Une conjoncture défavorable peut se traduire par une baisse des ventes, un accroissement des coûts d'achat, l'apparition de charges ou encore d'investissements exceptionnels. Tous ces éléments ont pour effet de réduire la capacité de remboursement de la cible, et peuvent donc, s'ils perdurent, mettre en péril le montage.

#### 5.1.2. Un montage inadéquat

Plusieurs éléments peuvent conduire à penser que le montage est inadéquat :

- **le prix d'acquisition est excessif** : l'analyse des multiples doit être nuancée selon les secteurs d'activité, néanmoins, lorsque le prix payé atteint des niveaux proches de 10 fois le résultat d'exploitation, on peut penser que le remboursement de la dette sera difficile ;
- **le plan de financement prévisionnel (ou *business plan*) est trop ambitieux** : une analyse des hypothèses sur lesquelles est fondé le plan de financement peut conduire à estimer que les taux de croissance retenus sont surestimés ou, inversement, que les niveaux d'investissements ou de variation des BFR sont sous-évalués. Dans la pratique, un plan de financement trop ambitieux se constate souvent dès les premiers exercices ;
- **l'effet de levier est surdimensionné** : un montage très tendu aura pour effet de laisser peu de marge de manœuvre et risque fortement d'aboutir à des situations de sous-investissement au niveau de la cible.

5. Pour une société holding récemment créée, l'émission d'un emprunt obligataire n'est possible qu'après deux ans d'existence.

### 5.1.3. Un changement dans l'équipe de direction de la société cible

La qualité de l'équipe dirigeante et sa stabilité dans le temps sont des facteurs essentiels à la réussite d'un LBO<sup>6</sup>. Ainsi, la mise en place de mécanismes (intéressement aux performances, participation au capital, etc.) visant à maintenir en place l'équipe dirigeante pourra être perçue comme un élément sécurisant du montage. De même, l'existence de clauses de non-concurrence ou d'exclusivité sont des éléments limitant les risques d'un départ impromptu du dirigeant ou d'une moindre disponibilité de ce dernier du fait de son implication dans une autre société.

## 5.2. Les facteurs aggravants

Face à des difficultés financières, certaines opérations ont pour effet d'accroître le risque :

- des remontées de dividendes (auxquelles s'ajoutent éventuellement des facturations de services « *management fees* ») au-delà des capacités de la filiale ;
- **des prêts ou avances consentis par la filiale à la société holding.** En outre, ces opérations peuvent être opposables sur un plan juridique<sup>7</sup> ;
- la cession d'actifs par la cible ayant pour effet une réduction de ses revenus à moyen terme.

- 
6. Les études menées en Europe montrent en effet qu'un grand nombre des échecs des opérations de LBO est imputable à une défaillance de l'équipe dirigeante, et corrélativement, à une mauvaise prise en compte de ce paramètre par les investisseurs.
  7. L'article 217-9 de la loi du 2 juillet 1966 stipule qu'une « société ne peut avancer des fonds, accorder des prêts ou consentir une sûreté en vue de l'achat de ses propres actions par un tiers ».

## RÉFÉRENCES

- <https://www.franceinvest.eu/>
- Pierre Vernimmen, *Finance d'entreprise 2022*