



# LBO, mode d'emploi

---

Note du cabinet Syndex

Février 2016

- **LBO (Leveraged Buy-Out) terme anglais qui signifie achat par effet de levier :**
  - ▶ Achat d'une société par un fonds d'investissement
  - ▶ L'acquisition de la société « cible » est réalisée via une société holding de reprise : NewCo ou HoldCo.
  - ▶ L'opération est financée avant tout par de l'endettement bancaire (en moyenne 60 à 70 % du prix d'acquisition) complété par des capitaux apportés par le fonds d'investissement et, dans une moindre mesure, par l'engagement financier de l'équipe de direction.
  - ▶ La dette d'acquisition du holding est remboursée par les dividendes que lui verse la cible et éventuellement par la plus-value générée lors de la sortie du LBO.

**Le succès d'un LBO repose en grande partie sur la capacité de la société cible à générer du cash et donc à verser des dividendes au holding de reprise**

- **Il est donc important que la société achetée soit positionnée :**
  - ▶ Sur un secteur qui requiert des investissements modérés
  - ▶ Sur un secteur en croissance à la fois pour minimiser les aléas relatifs à la réalisation du plan d'affaires et maximiser les chances de dégager de bons résultats et de générer un flux de trésorerie abondant
  - ▶ Si possible qu'elle affiche une sous-performance boursière dans le cas d'une entreprise cotée

- **Les différentes variantes de LBO :**
  - ▶ Lorsqu'il s'appuie sur l'équipe dirigeante déjà en place : MBO (Management Buy-Out)
  - ▶ Si le fonds renouvelle toute l'équipe dirigeante : MBI ( Management Buy-In) ou une partie de l'équipe : BIMBO (combinaison d'un MBI et d'un MBO)
  - ▶ LBO public to private : réaliser un LBO sur une société cotée pour ensuite la sortir de la Bourse
    - *Solution privilégiée pour des sociétés à potentiel de croissance et qui ont un cours de bourse relativement sous-évalué par rapport aux autres acteurs du secteur.*
- **Les actifs exploités sont les mêmes avant et après l'opération de LBO**
- **Par contre la structure financière du groupe est fortement modifiée :**
  - ▶ Du fait du désengagement partiel ou total des anciens actionnaires, du recours massif à l'endettement, les capitaux propres consolidés diminuent sensiblement.
  - ▶ Le taux d'endettement de la société holding impose à la société cible de verser d'importants dividendes réduisant son niveau de trésorerie et limitant sa capacité d'investissement
- **Selon l'importance de l'opération, la dette est contractée auprès d'une seule banque (> 10 M€) ou d'un pool bancaire.**
- **La dette contractée se décompose souvent :**
  - ▶ Dette par emprunt classique sur 5-7 ans remboursée en priorité (dette senior) : (2-2,5 %)
  - ▶ Dette subordonnée ou dette junior la plupart du temps sous forme d'emprunt obligataire à haut rendement (4-5%) sur 6-7 ans, remboursée une fois la dette senior remboursée.

- **Pour assurer à ses investisseurs de confortables retours sur investissements, les fonds d'investissement capitalisent sur trois effets de levier :**
  - ▶ Le levier économique qui est le plus important :
    - *l'entreprise cible dégage suffisamment de cash-flow pour rembourser la dette d'acquisition*
  - ▶ Le levier juridique :
    - *l'utilisation d'un holding permet de contrôler la société avec peu de capital*
  - ▶ Le levier fiscal :
    - *Etant donné que la société holding va fortement s'endetter pour acquérir la cible, elle sera systématiquement déficitaire. Le principe de l'intégration fiscale va permettre d'imputer le bénéfice de la société cible sur le déficit fiscal du holding, avec à la clef de sensibles économies d'impôt*
- **Sous la pression des investisseurs qui exigent une rotation rapide des actifs, la durée de vie d'un montage LBO peut être courte après 2 ou 3 ans d'activité, mais en moyenne, elle est plutôt de 5-6 ans.**
- **Pour déboucler un LBO différentes options sont possibles :**
  - ▶ Cession à un groupe industriel
  - ▶ Cession à un autre fonds, qui lui-même met en place un nouveau LBO, surnommé LBO secondaire
  - ▶ L'introduction en Bourse
  - ▶ La prise de contrôle par les créanciers par transformation d'une partie de leurs dettes en capitaux propres
  - ▶ La faillite : si la rentabilité économique n'est pas au rendez-vous ou n'est pas en ligne avec le plan d'affaires, **l'effet de levier se transforme en effet « coup de massue »** du fait de l'importance des frais financiers

- **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 à réaliser en fonction des liquidités levées auprès d'investisseurs institutionnels (banques, caisse de retraite, compagnie d'assurance, fonds) ou de particuliers fortunés
  
- **Lorsqu'un fonds a investi plus de 75 % des montants récoltés, il lance en général un autre fonds**
  
- **Chaque fonds est tenu de rendre à ses investisseurs le produit des ventes au fur et à mesure qu'elles se produisent :**
  - ▶ Comme les plans d'affaires des sociétés cibles durent en moyenne 4 à 6 ans; la durée de vie des fonds est d'environ une dizaine d'année
  
- **La société de gestion et donc les associés du fonds de LBO sont rémunérés sur :**
  - ▶ La base d'un pourcentage annuel des fonds investis (en moyenne 2% des fonds gérés)
  - ▶ La base d'un pourcentage sur la plus-value réalisée au moment de la revente dont le taux minimum est de 8 à 10 %, pouvant aller jusqu'à 20 %