**Les Opérations de Leverage Buy Out (LBO)**

Dans le cadre d’une acquisition classique, réalisée par voie d’OPA ou d’OPE pour une cible cotée, la valorisation par les approches précédemment décrites constitue une hypothèse de négociation entre l’acheteur et le vendeur, ou un ensemble de références incontournables dans le cadre de la présentation de l’offre au marché boursier, via la note d’information visée par l’AMF.

Lorsqu’un actionnaire, ou un groupe d’actionnaires, souhaitant sortir du capital d’une société, il entreprend, généralement via une banque-conseil, des négociations avec une autre société, soit présente sur le même secteur d’activité, soit sur un secteur dont les produits sont complémentaires et permettent à l’acquéreur éventuel de dégager des synergies de développement.

Dans ce cas, l’acquéreur qui prend le contrôle de la cible et l’intègre dans sa stratégie globale accepte de payer une prime de contrôle ; éventuellement, si l’attractivité de la cible est forte et/ou si la concurrence avec d’autres acquéreurs pressentis est importante, il peut accepter de payer une partie de la valorisation des synergies anticipées.

Depuis l’explosion de la bulle Internet (mars 2000) et la chute des marchés boursiers (la remontée du CAC 40 à 4100 points en 2005 n’a pas permis de retrouver les niveaux de 2000), il est courant de ne pas trouver d’acquéreurs « industriels », y compris pour des cibles qui permettraient à des acquéreurs pressentis d’obtenir une forte relution de leur BPA.

En outre, la concentration de la concurrence qui résulte de la multiplication des fusions et acquisitions réduit les rapprochements nationaux. Ainsi, la Commission Européenne de la Concurrence a contraint Schneider à revendre la société Legrand qu’elle venait d’acquérir.

Dans ce cas, le cédant se tourne vers des fonds d’investissement qui prennent le contrôle de la cible via une société holding de reprise. La valeur de la cible n’est dès lors plus une hypothèse mais une résultante : c’est le montant maximum des fonds qui peuvent être levés par le holding de reprise sous forme de capital, souscrit par le(s) fonds d’investissement et de dette d’acquisition levée auprès des banques.

En d’autres termes, la détermination de la valeur de la cible revient à structurer le financement du holding.

**1. Principes généraux**

Une opération de rachat à effet de levier ou *leverage buy out* (LBO) consiste à faire acquérir une société cible par un holding de reprise *ad hoc* financé, pour une part importante, par endettement.

L’acquisition des seuls capitaux propres du holding par les investisseurs en fonds propres se traduit par une mise de fonds inférieure à celle qui serait nécessaire à l’achat des actions de la cible, faisant ainsi jouer à plein l’effet de levier (rentabilité financière de la cible supérieure au coût de la dette).

Graphique n°1 : schéma de principe d’une opération à effet de levier

La dette d’acquisition du holding est remboursée par les dividendes que lui verse la cible et éventuellement par la trésorerie procurée par la sortie du LBO.

Un LBO repose sur la capacité de la cible à verser des dividendes au holding de reprise. Il suppose que certaines conditions soient préalablement réunies afin d’assurer la viabilité du montage et d’engendrer un niveau de risque acceptable. En particulier il convient que la cible intervienne sur un secteur mature qui requiert des investissements modérés, ce qui permet la distribution de dividendes élevés. Son endettement raisonnable afin d’affecter l’essentiel de la trésorerie de la cible à la distribution de dividendes au holding. Par ailleurs, les menaces de l’environnement doivent être limitées afin de réduire les aléas relatifs à la réalisation du plan d’affaires en termes d’intensité concurrentielle, de risque de remise en cause du positionnement de la cible par une innovation technologique et de cyclicité de l’activité ;

En outre, la société cible doit disposer d’un plan d’affaires fiable et réaliste sur lequel reposent les simulations financières. En outre, il convient de disposer d’une bonne visibilité sur la sortie par mise en bourse ou par cession à un industriel ou à un autre fonds.

Le réinvestissement du cédant dans le capital du holding de reprise est observé fréquemment. Celui-ci sécurise alors l’investissement du fonds dans la mesure où le réinvestissement constitue un gage du maintien du management en place et crédibilise le plan d’affaires qui lui a été remis, les conditions du réinvestissement du cédant étant les mêmes que celles de l’entrée du fonds.

Il est également avantageux pour le cédant du fait que son réinvestissement mobilise alors seulement une partie du cash perçu. De plus, il bénéficie du même TRI que le fonds et d’un potentiel d’*upside* lors de sa sortie du LBO et peut alors bénéficier de certains avantages fiscaux.

**2. Valorisation de la cible**

Le prix de cession de la cible est plafonné à hauteur du montant du financement maximal susceptible d’être levé par le holding de reprise.

Le montant de la dette d’acquisition est directement lié à la rentabilité prévisionnelle de la cible. Il est calibré en intégrant 3 contraintes. La première est d’intégrer un remboursement sur une période de 7 à 9 ans à l ’aide des dividendes distribués par la cible au holding (le taux de distribution des bénéfices de la cible étant supposé s’établir à 100% dès la mise en place du LBO). La seconde est d’être calibré de telle sorte que le holding conserve une trésorerie légèrement excédentaire afin de ne pas engendrer de besoins de financement complémentaires. La troisième est de respecter certains ratios financiers (*covenants*) qui permettent aux établissements prêteurs et aux financiers de bien contrôler le bon déroulement du LBO.

Les capitaux propres sont fixés à un niveau assurant aux investisseurs (fonds d ’investissement) un taux de rendement interne (TRI) de l’ordre de 20% à 30% en 3 ans dans une hypothèse de sortie du fonds en bourse ou par cession à un industriel (ou à un autre fonds) sur la base d ’un multiple d’excédent brut d’exploitation ou de résultat d’exploitation, lequel multiple doit être issu des conditions de marché au moment de la mise en place du LBO.

La valeur de la cible est en réalité légèrement inférieure à la somme des valeurs des capitaux propres et de la dette du holding, celui-ci devant également financer divers frais liés à l’acquisition (de l’ordre de 3% à 4% de la valeur de la transaction). Ces dépenses correspondent en général aux frais d’avocats, de conseils, d’audits juridique, comptable et fiscal et au paiement d’une commission d ’engagement sur la dette d ’acquisition.

**3. Facteurs d’optimisation financière**

L ’optimisation de la trésorerie du holding au cours des premières années du LBO conduit à différer une partie du remboursement de la dette d ’acquisition.

La dette dite *senior* est ventilée en 2 tranches. La première, dite tranche A (80% du montant total) est remboursable par amortissements du capital en légère progression sur 7 ans. Ses intérêts sont calculés sur la base de l’Euribor 6 mois majoré de 225 points de base dans les conditions de marché actuelles. La seconde, dite tranche B (20% du montant total) est remboursable *in fine* au bout de 8 ans et portant intérêt au taux de l’Euribor 6 mois augmenté de 275 points de base dans les conditions de marché actuelles.

Le financement peut être complété par une dette mezzanine, en général remboursable in fine au bout de 9 ans, ou à 50% au bout de 8 ans et 50% au bout de 9 ans. Ses intérêts sont calculés sur la base de l’Euribor 6 mois majoré de 350 points de base auxquels s ’ajoutent 250 points de base capitalisés. Cette dette mezzanine est assortie de bons de souscription d ’actions (BSA) dont l ’exercice engendre une plus-value qui améliore le rendement des apporteurs de financement mezzanine (souvent qualifiés de « *mezzaners* »). Au total, dans les conditions de marché actuelles, la rémunération annuelle de la dette mezzanine augmentée de la plus-value résultant de l ’exercice des BSA doit assurer aux fonds spécialisés en mezzanine un TRI de l’ordre de 17%.

Dans l ’hypothèse où la trésorerie du holding est déficitaire uniquement la première année du LBO, des aménagements au cas par cas peuvent être envisagés. Il peut notamment s’agir du versement par la cible au holding d ’un dividende exceptionnel, à condition de disposer de réserves distribuables ou de la négociation avec les banques d ’un « surfinancement » du holding c’est-à-dire d ’une augmentation de la dette d ’acquisition qui permet de couvrir ses besoins de trésorerie pendant un an.

Les opérations à effet de levier notamment été abordées par la littérature sous l’angle de l’analyse des performances financières de la cible après la mise en place de l’opération. Kaplan (1989)[[1]](#footnote-1) et Smith (1990)[[2]](#footnote-2) montrent notamment, sur la période 1980-1985, que l’opération améliore l’efficacité et la performance de l’entreprise acquise. Summers (1990)[[3]](#footnote-3) observe la présence d’opérations plus risquées sur la période 1986-1990 qui ne se sont pas traduites par une amélioration des performances financières. Une explication de cette situation peut être le renchérissement du coût du financement inhérent à une augmentation de la part du financement de l’opération par endettement.

**4. Facteurs d’optimisation fiscale**

Outre la présence de l ’effet de levier, l ’optimisation de l ’opération passe par une réduction de l ’impôt à payer par le groupe constitué par le holding et la cible grâce à l ’intégration fiscale.

Le groupe fiscal peut utiliser le déficit fiscal créé par les charges financières et l’amortissement des frais d’acquisition du holding alors que ce dernier ne dispose pas de produits imposables (les dividendes remontent en franchise d’impôt au sein du périmètre d’intégration fiscale). Les résultats imposables de la cible sont ainsi en partie neutralisés fiscalement par le déficit du holding.

Il convient, en outre, de demander l ’intégration fiscale au Service de Législation Fiscale avant le 31/12/N pour une intégration à partir de l ’exercice N+1.

D ’un point de vue pratique, le holding et la cible signent une convention d ’intégration fiscale qui formalise les conditions de liquidation de l ’impôt du groupe fiscal. Ainsi, la cible verse au holding l ’IS qu ’elle aurait versé au Trésor Public en l ’absence d ’intégration fiscale l’impôt étant liquidé vis-à-vis du holding selon le principe des acomptes provisionnels vis-vis du Trésor Public. En d’autres termes, au cours de l ’année N, sont payés des acomptes sur l ’IS qui sera dû au titre de l ’exercice N et une régularisation du solde de liquidation (différence entre l ’IS effectivement dû et la somme des acomptes provisionnels déjà payés).est réalisée en avril N+1. Par ailleurs, le holding paie l ’impôt dont l ’assiette correspond au résultat imposable de la cible réduit du déficit fiscal du holding,

Les conditions du réinvestissement des actionnaires de la cible au capital du holding de reprise peuvent être optimisées selon trois axes. Le premier porte sur l’apport d ’une partie des titres de la cible au holding de reprise. Dans ce cas, la plus-value de cession dégagée par l ’apporteur est en sursis d’imposition jusqu’à la date de cession des titres du holding ayant rémunéré l ’apport. Le second concerne la cession des titres au sein du périmètre d ’intégration fiscale du cédant, ce qui suppose que le holding de reprise fasse partie du périmètre d ’intégration fiscale du cédant avant le LBO et que l ’entrée des investisseurs en capitaux propres soit momentanément limitée à moins de 5%, ce qui suppose que 95% de l’investissement du fonds réside dans l’acquisition d’OC (Obligations Convertibles en actions) ou d’ORA (Obligations Remboursables en Actions). Dans ce cas, la plus-value est également en sursis d ’imposition. Le troisième réside dans le réinvestissement du cédant personne physique à hauteur de plus de 25% du capital du holding. Dans ce cas, le montant du réinvestissement est déductible de l ’ISF, les actions détenues étant assimilées à un outil de travail.

La place de la fiscalité dans le montage d’une opération à effet de levier a été abondamment traitée dans la littérature financière. Ce point ressort notamment des études de Jarell, Brickley et Netter (1988)[[4]](#footnote-4) et Kaplan (1989)[[5]](#footnote-5).

**5. Prolongation du plan d’affaires de la cible**

Sur la période du plan d ’affaires, les hypothèses financières de base communiquées par la Direction Générale de la cible ou issues de notes d ’analystes peuvent être utilisées directement sans retraitement (agrégats d ’exploitation).

En revanche, la distribution au holding de la totalité - dans la mesure du possible - du résultat de la cible (réalisé au cours de l ’exercice précédent) conduit à recalculer la dette financière et le résultat financier de la cible

Au-delà de la période du plan d ’affaires, les prévisions peuvent être prolongées sur 9 ans en utilisant par exemple les hypothèses suivantes :

* taux de croissance de l ’activité égal à celui prévu pour la dernière année du plan d ’affaires, ou convergence linéaire (interpolation linéaire) vers un taux de croissance de l’activité plus normatif (de l’ordre de 2% à 3%) ;
* principaux ratios constatés la dernière année du plan d ’affaires maintenus au delà :
	+ taux de marge d ’EBITDA ou d ’EBIT ;
	+ ratio dotations aux amortissements/chiffre d’affaires;
	+ ratio investissements/CA. Le niveau des investissements doit toutefois être en rapport avec la croissance observée si celle-ci est variable ;
	+ BFR/CA.

En l ’absence d ’informations complémentaires, les intérêts minoritaires et les provisions pour risques et charges du bilan d’ouverture sont supposés constants sur toute la période retenue pour le LBO.

La construction du bilan de la cible s ’appuie sur les *cash flows* prévisionnels qui permettent de déterminer la dette financière nette.

Résultat net de la cible N

+ Dotations aux amortissements N

- Investissements nets des cessions N

- Variation du BFR N

- Dividende versé au titre de l'exercice N-1

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

= Variation de la dette nette de la cible N, assimilée au *cash flow*

Le bilan au 31/12/N s’obtient à partir de celui au 31/12/N-1 :

Immobilisations N = Immobilisations (N-1) + Investissements N - Dotations N

BFR N = BFR (N-1) + Variation du BFR

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

Total Actif N = Total Actif (N-1) + Investissements N - Dotations N

+ Variation du BFR N

Capitaux propres N = Capitaux propres (N-1) + Résultat N - Dividendes

Provisions N = Provisions (N-1)

Dette nette N = Dette nette (N-1) - Cash-flow N

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

Total Passif N = Total passif (N-1) + Résultat N - Dividendes –

*Cash-flow* N

Cette présentation permet de démontrer, par récurrence, l’équilibrage du bilan au 31/12/N, sous l’hypothèse d’un bilan équilibré au 31/12/N-1, en remplaçant le *cash flow* par sa valeur :

Total passif N = Total passif (N-1) + Résultat N - Dividendes – (Résultat N + Dotations N – Investissements N – Variations du BFR N – Dividendes)

En simplifiant par Résultat N et Dividendes N et en considérant le fait que :

Total passif (N-1) = Total actif (N-1),

on a donc, en effet :

Total passif N = Total actif (N-1) - Dotations N + Investissements N

+ Variations du BFR N = Total actif N.

**6. Endettement du holding**

L ’endettement maximal du holding doit être fixé à un niveau tel que sa trésorerie demeure toujours positive

Le résultat net du holding sur lequel repose la détermination de son *cash flow* et de sa trésorerie suppose le calcul préalable de l ’impôt dû dans le cadre de la convention d ’intégration fiscale.

6.1. Calcul de l ’impôt dû par le groupe fiscal intégré

L’impôt versé par le groupe fiscal intégré est déterminé à partir du résultat imposable de la cible, assimilé à son résultat courant avant impôts (RCAI) dont sont déduits d’une part les dotations aux amortissements des frais d’acquisition, d’autre part les frais financiers sur la dette d’acquisition et auquel sont ajoutés, le cas échéant, les produits financiers engendrés par le placement de la trésorerie du holding de reprise. Ainsi :

RCAI de la cible

- Dotation aux amortissements des frais d'acquisition du holding

- Frais financiers sur la dette d'acquisition

+ Produits financiers sur le placement de la trésorerie du holding

= Résultat imposable du groupe fiscal

L’ IS reversé au Trésor Public correspond alors au produit du résultat imposable du groupe fiscal par le taux d’imposition.

6.2. Détermination du résultat net du holding après impôt

Le résultat net du holding intègre les dividendes reçus de la cible, l’impôt reçu de la cible, les dotations aux amortissements des frais d’acquisition, les frais financiers engendrés par la dette d’acquisition et le solde d’impôt à verser au Trésor Public. Ainsi :

Dividendes reçus de la cible au titre de (N-1)

+ Impôt reçu de la cible

- Dotations aux amortissements des frais d'acquisition

- Frais financiers sur la dette d'acquisition

+ Produits financiers sur le placement de la trésorerie du holding

- IS reversé au Trésor Public

= Résultat net du Holding

Le bilan du holding s ’appuie sur son cash-flow déterminé à partir du résultat net et de l ’échéancier de remboursement de la dette d ’acquisition.

6.3. Détermination du flux de trésorerie et du bilan du holding

Les flux de trésorerie du holding sont déterminés à partir de son résultat net. Il convient alors de réintégrer les dotations aux amortissements des frais d’acquisition et de déduire le montant du remboursement du principal de la dette d’acquisition. Ainsi :

Résultat net du holding

+ Dotations aux amortissements des frais d'acquisition

- Remboursement du principal de la dette d'acquisition

= Flux de trésorerie ou *cash-flow* du holding

Le remboursement de la dette d ’acquisition senior s’effectue par amortissements constants ou, dans le cadre d’un profil plus agressif par amortissements progressifs.

Le bilan du holding fait alors ressortir la trésorerie à maintenir à un niveau positif :

Titres N = Titres (N-1)

Frais d'acquisitions N = Frais d'acquisition (N-1) - Dotations N

Trésorerie N = Trésorerie (N-1) + *Cash-flow* N

Total Actif N = Total Actif (N-1) + *Cash-flow* N - Dotations N

Capitaux propres N = Capitaux propres (N-1) + Résultat N

Dette financière N = Dette financière (N-1) - Remboursement dette N

Total Passif = Total Passif (N-1) + Résultat net N –

Remboursement dette N

Le remplacement du *Cash flow* N par sa valeur permet d’établir, par récurrence, comme pour la cible, l’équilibrage du bilan du holding.

**7. Capitaux propres du holding**

Le montant maximal des capitaux propres du holding doit être fixé à un niveau tel que le TRI des investisseurs en fonds propres atteigne le niveau souhaité (de l ’ordre de 30% en 3 ans). Il est déterminé par itérations successives en simulant différents niveaux d ’endettement.

Le TRI des investisseurs en capitaux propres est déterminé en comparant la valorisation du groupe (holding + cible) au moment de leur sortie du capital du holding à la valorisation retenue pour la cible au moment de leur entrée :

Soit :

* *Vn* = valeur des capitaux propres de l’ensemble constitué du holding et de la cible dans n années ; en d’autres termes, *Vn* est la valeur de sortie des investisseurs en capitaux propres (fonds de capital investissement) ;
* *V* = montant de l’investissement du fonds ;
* *i* = TRI exigé par le fonds.

Pendant toute la durée de l’investissement, le fonds ne reçoit pas de dividendes afin d’optimiser le service de la dette d’acquisition. Par conséquent *i* vérifie :

*V* =  [72]

En d’autres termes, V est la valeur actualisée au TRI exigé de la valeur de sortie.

La valeur Vn du groupe (holding + cible) issue de comparaisons boursières (application d ’un multiple d ’EBIT ou d’EBITDA) intègre sa dette financière nette, issue du bilan consolidé :

Bilan consolidé d'ouverture au 31/12/N Bilan consolidé de clôture au 31/12/N+1

Immobilisations cible N Immobilisations cible N+1

BFR cible N BFR cible N+1

Frais holding N Frais holding N+1

*Goodwill N Goodwill N*

= Total Actif consolidé N = Total Actif consolidé N+1

Capitaux propres holding N Capitaux propres holding N+1

Réserves consolidées N Réserves consolidées N + résultat cible N+1

Dette nette cible N Dette nette cible N+1

Dette nette holding N Dette nette holding N+1

= Total passif consolidé N = Total passif consolidé N+1

**8. Cas pratique**

Sur la base d’une note d’analyste, le compte de résultat, CA au REX est prolongé selon la même logique que celle qui sous-tend la valorisation présentée dans le polycopié sur la méthode DCF :

* convergence linéaire du taux de croissance de l’activité de 7% en 2005 (dernière année des prévisions de l’analyste financier) vers 3% en 2011. Ce taux de 3% est en ligne avec l’hypothèse retenue pour déterminer la prime de risque du marché retenue ;
* maintien à partir de 2007 des ratios suivants observés en 2006 :
	+ - Marge opérationnelle de 7,9% ;
		- Ratio rapportant les dotations aux amortissements au CA de 2,1%.

Tableau n°1 : prévision d’activité et de rentabilité opérationnelle de la cible



Le bas du compte de résultat (RCAI, IS et résultat net) suppose la connaissance de l’endettement financier net de la société. Son évolution à partir du dernier bilan publié (2003) repose sur les *cash flows* prévisionnels.

Les *cash flows* intègrent :

* les investissements qui convergent linéairement entre 2006 et 2011 vers le montant des dotations aux amortissements ;
* la variation du BFR dans l’hypothèse où le BFR 2003 égal à 38 jours de CA est normatif ;
* les dividendes dans le cadre d’un taux de distribution de 100% afin d’optimiser le service de la dette d’acquisition du holding de reprise.

Tableau n°2 : prévision de flux de trésorerie de la cible

Le compte de résultat complet et le bilan de la cible sont alors les suivants :

Tableau n°3 : compte de résultat prévisionnel de la cible



Tableau n°4 : bilan prévisionnel de la cible



La détermination de la dette d’acquisition s’inscrit dans le cadre suivant :

* amortissement linéaire sur 7 ans ;
* coût de la dette issu de l’Euribor 6 mois qui intègre un coût de couverture (1%) et une marge de 2,25% ;
* montant fixé de telle sorte que la trésorerie du holding soit toujours positive.

Les documents prévisionnels (compte de résultat, *cash flow*, bilan) sont décrits par le tableau n°5 ci-après.

Tableau n°5 : comptes prévisionnels du holding de reprise de la cible



Le montant des capitaux propres du holding (150  M€) est déterminé de telle sorte que le taux de rendement interne (TRI) sur 3 ans des investisseurs (fonds de *private equity*) soit de 20% :

Tableau n°6 : détermination du montant du capital du holding de reprise

Capitalisation boursière de la cible

244

Dette nette

46

Valeur d'entreprise

290

Résultat d'exploitation

34

43

**Multiple de résultat d'exploitation**

**8,5**

**8,5**

Valeur d'entreprise de sortie

364

Dette nette consolidée de sortie

104

Capitaux propres de sortie

260

TRI

20%

**Capitaux propres d'entrée**

**150**

Par conséquent, dans l’hypothèse d’un LBO, la société se valoriserait à 265 M€, soit 9% de plus que sa capitalisation boursière.

1. Kaplan S., “Sources of Value in Management Buy Outs”, in *Leveraged* *Management Buyout : Causes and Consequences*, Y. Amihud (ed.), Homewood, Dow Jones-Irwin, 1989, pp. 611-632 [↑](#footnote-ref-1)
2. Smith AJ., “Capital Owenership Structure and Performance: The Case of Management Buyouts”, *Journal of Financial Economics*, 15, 1986 [↑](#footnote-ref-2)
3. Summers L., “Discussion in LBO Conference”, *Journal of Applied Corporate Finance*, 1990 [↑](#footnote-ref-3)
4. Jarrel G., Brickley J. et Netter J., “The Market of Corporate Control : The Empirical Evidence Since 1980”, *Journal of Economic Perspectives*, 1988 [↑](#footnote-ref-4)
5. Kaplan S., op cit [↑](#footnote-ref-5)