



CFO Europe  
Management on demand

Chaque mois, retrouvez dans les *Dossiers du DAF* une présentation synthétique d'un thème sur lequel un de nos Directeurs Financiers peut intervenir dans votre entreprise.

Retrouvez-nous  
sur notre site Web :  
[www.ceo-europe.com](http://www.ceo-europe.com)

+33 (0) 970 448 419  
[ceo@ceo-europe.com](mailto:ceo@ceo-europe.com)

## Les techniques de reprise par « LBO »

**Ou comment utiliser tous les leviers possibles pour acquérir une entreprise, lorsque l'on ne possède pas les fonds nécessaires...**

Le nombre de rachat d'entreprises a atteint des sommets au cours des dernières années, entraînant un accroissement spectaculaire des opérations à effet de levier de type LBO, LBI, LMBO, BIMBO... Derrière ces termes de plus en plus courants, et dont l'abréviation générique reste « LBO » ou « capital-transmission », se cachent des opérations financières complexes qui sont apparues au cours des années 70 dans les pays anglo-saxons et au milieu des années 80 en France. Le LBO n'est qu'un des métiers du « private equity » ou « capital-investissement » : c'est un mode de financement de la transmission d'une entreprise lorsque celle-ci a atteint un certain niveau de maturité.

### A/ Définition de ces opérations

Dans le LBI (Leverage Buy-In), l'acheteur vient de l'extérieur dans le capital de la société (il s'agit par exemple d'une société de « private equity ») alors que dans le LBO, il est issu de celle-ci. Il en va de même pour les opérations de LMBO (Leverage Management Buy Out) et LMBI (Leverage Management Buy In) qui désignent le rachat d'une entreprise, soit par des cadres dirigeants de la société cible dans le cas du LMBO (formule la plus répandue en France), soit par des managers extérieurs à la société cible dans le cas du LMBI. Il est encore possible de compliquer le schéma avec le BIMBO (Buy In Management Buy Out) lorsque l'équipe de repreneurs est composée à la fois de cadres de la société cible et de dirigeants extérieurs. Enfin, lorsque le but des nouveaux actionnaires est de marier l'entreprise à d'autres entités (par acquisitions) pour créer un pôle d'activité ou des synergies industrielles, le montage devient un LBU (Leverage Build-Up).

### B/ Les principes du LBO

Derrière cette pluralité de définitions, se cache en fait un seul et même mécanisme : le rachat d'une entreprise par une société holding spécialement créée et endettée à cet effet. Cette société dite « ad hoc » et souvent appelée « NewCo » avant que sa dénomination sociale ne soit définitivement arrêtée, est dotée des fonds nécessaires au rachat et devient propriétaire de la cible. C'est grâce à ce holding que les repreneurs vont pouvoir bénéficier de quatre effets de levier :

**Le levier financier** : Lorsque la rentabilité économique d'une entreprise cible est supérieure au taux d'intérêt des emprunts, il est préférable, pour un repreneur, de faire financer cette acquisition par de l'endettement dans la société holding plutôt qu'en apportant des fonds personnels. Durant les années qui suivent l'acquisition, les cash-flows libres de la cible remboursent, par remontée de dividendes vers NewCo, le capital et les intérêts des dettes bancaires.

**Le levier fiscal** : Grâce à la mise en place d'une société holding, le nouveau groupe (NewCo et cible) va pouvoir bénéficier, s'il en fait la demande et s'il répond aux conditions imposées (détenion d'au moins 95%), du régime d'intégration fiscale. Il permet une économie d'impôt équivalente au taux d'IS multiplié par le montant des intérêts payés sur les dettes d'acquisition. Ainsi, l'Etat prend en charge, par le biais d'une réduction d'impôts, une partie du remboursement de la dette d'acquisition.

**Le levier juridique** : D'un point de vue juridique, le pouvoir appartient à celui qui détient au moins 50% des droits de vote (majorité simple). Il suffit donc de détenir 50% de la cible et 50% du holding pour avoir les pleins pouvoirs... Cet effet de levier



peut être démultiplié par la mise en place d'une succession de holdings « en cascade ». Il est également envisageable de créer des droits de vote doubles au profit des seuls repreneurs...

**Le levier sur levier :** Il est possible d'introduire de l'endettement à plusieurs niveaux. Soit dans les différents holding intermédiaires (de moins en moins fréquent), soit directement, à titre personnel, par les repreneurs pour constituer leur apport...

## C/ Les autres leviers à utiliser

La détermination du prix de vente des actions constitue fréquemment un point crucial mettant en péril la conclusion même de la vente. Pour éviter l'impasse, les parties disposent de plusieurs moyens qui constituent pour l'acquéreur de véritables leviers complémentaires :

**Le paiement différé :** Il s'agit, pour le vendeur, d'accepter un différé de paiement partiel ou total. Cependant, sa créance sur l'acquéreur est certaine et n'est donc, en principe, soumise à aucune condition ou aléa (le risque de non paiement peut être couvert par une caution bancaire). Sans acte particulier, ses modalités sont définies dans l'acte de cession et le transfert de propriété a bien lieu au moment de la signature.

**Le crédit vendeur :** Le vendeur accepte qu'une partie du prix soit transformée en prêt en faveur de la NewCo (formalisé par un contrat). L'intérêt principal pour l'acquéreur est d'impliquer le vendeur. En effet, en cas d'échec de l'opération, celui-ci aura peu de chances de récupérer le montant de son prêt. Pour le vendeur, il présente l'intérêt de pouvoir vendre au prix souhaité mais en facilitant le règlement.

**Le complément de prix ou « earn out » :** Dans le cas où les parties n'arrivent pas à s'entendre sur un prix, une des solutions envisageable pour aboutir à un accord est la mise en place d'une clause de « earn out ». Il s'agit de convenir d'un seuil minimal de performance à atteindre par la cible, pendant une durée à déterminer, au-delà duquel toute performance supplémentaire entraînera le versement, par l'acquéreur, d'un complément de prix.

## D/ Les différentes formes de financement d'un LBO

Tout l'intérêt d'un LBO réside dans la diversité des sources de financement, ce qui permet d'envisager une acquisition avec seulement 30 à 50% de la valeur de la cible :

**Le capital :** Ce dernier confère aux acquéreurs la propriété de la NewCo et donc indirectement de la cible.

**La dette « senior » :** L'emprunt est le principe même du LBO. On parle de dette « senior », pour un emprunt bancaire, sur 5 à 7 ans, spécifiquement consacré à une acquisition. Aujourd'hui, il n'est guère envisageable de dépasser 2 fois le montant des capitaux propres, tant ce type de prêt est considéré comme risqué par les banquiers...

**La dette « mezzanine » :** Pour compléter la dette « senior » il est souvent prévu une dette « junior » ou « mezzanine », sur 8 à 10 ans, dont le risque, et donc le coût, est supérieur car son remboursement est subordonné à celui de la dette « senior ». Le plus souvent, il s'agit d'obligations convertibles (OC) ou d'obligations à bons de souscription d'actions (OBSA).

**Le prêt relais :** Lorsqu'il est prévu qu'une partie de la transaction soit financée par un moyen qui ne peut être mis en œuvre avant le closing (Par ex : une remontée de trésorerie de la cible ou une cession d'actif), il est fréquent que les investisseurs demandent au banquier « senior » de mettre en place un prêt relais...

**La remontée exceptionnelle de dividendes :** Lorsque la cible possède une importante trésorerie, il est tentant pour les acquéreurs de s'en servir afin de financer partiellement l'opération. Attention toutefois, à limiter cette remontée au montant non cyclique de trésorerie et au montant des réserves distribuables...

Retrouvez-nous  
sur notre site Web :  
[www.ceo-europe.com](http://www.ceo-europe.com)

+33 (0) 970 448 419  
[ceo@ceo-europe.com](mailto:ceo@ceo-europe.com)



**La vente d'actifs** : Il est souvent possible de céder ou de faire un « lease back » sur un ou plusieurs actifs de la cible afin de financer partiellement son acquisition...

## E/ Les packages proposés aux équipes de management

Dans le cadre d'un LMB(O ou I), les fonds de capital investissement proposent des packages au management des sociétés dans lesquelles elles investissent, avant tout afin de motiver, fidéliser et mobiliser le management sur le succès des opérations. On trouve deux principales composantes :

**L'avantage incitatif à l'entrée ou « sweet equity »** : Ce mécanisme confère au management un effet de multiplication entre les montants qu'il investit et la part du capital détenu. Ceci est obtenu grâce au recours au compte courant, aux obligations convertibles (OC) ou aux bons de souscription d'actions (BSA), à

l'entrée...

« L'envy ratio », qui mesure le rapport entre le coût du capital pour le management et le coût du capital pour le fonds, s'inscrit généralement dans une fourchette comprise entre 1,5 et 8.

**La participation supplémentaire à la sortie ou « ratchet »** : Ce mécanisme fonctionne à l'aide de bons de souscription d'actions (BSA) et s'applique à partir du moment où le capital investisseur réalise un niveau de plus-value seuil. Exemple : toute plus-value, au-delà d'un TRI de 25%, sera partagée à raison de 30% au profit du management et 70% au profit du capital investisseur...

## F/ Les difficultés juridiques à surveiller

Comme tous types de transactions financières, la technique du LBO s'inscrit dans un cadre juridique limitatif, notamment au regard de l'article 217-9 de la loi du 24 juillet 1966. Quelques points nécessitent une attention particulière :

**Les prêts et avances de la cible à la NewCo** : Toutes les avances ou les prêts de la cible à la NewCo sont interdits. C'est pourquoi la mise en place d'une gestion centralisée de trésorerie entre cible et holding doit être traitée avec la plus grande prudence...

**Les sûretés consenties par la cible** :

La cible n'a pas la possibilité de garantir, sous quelque forme que ce soit, un emprunt consenti à la NewCo en vue d'acheter les actions de la cible...

**La fusion de la cible et de la holding** : Une grande question concerne la validité de la fusion entre la cible et le holding, et plus particulièrement la fusion rapide (de quelques mois à 2 ou 3 ans), qui revient à transposer le prêt d'acquisition directement à la cible...

## G/ La définition de la cible idéale

La réussite de tout LBO repose essentiellement sur 3 conditions :

- La capacité de la cible à dégager des cash-flows disponibles pour rembourser la dette
- L'investissement d'une équipe dirigeante motivée et compétente
- La possibilité d'augmenter la valeur de la cible en interne (restructuration, diminution des coûts, nouveaux produits ou marchés) et en externe (croissance externe, cession d'actifs ou de branches)

Retrouvez-nous  
sur notre site Web :  
[www.ceo-europe.com](http://www.ceo-europe.com)

+33 (0) 970 448 419  
[ceo@ceo-europe.com](mailto:ceo@ceo-europe.com)