

LBO

Montages à effet de levier
Private Equity

4^e édition

L'AUTEUR

Docteur ès Sciences de Gestion (spécialité Finance), titulaire d'un Master en Finance, Philippe Thomas est Professeur de Finance à ESCP Europe. Il y enseigne les disciplines *Corporate Finance* (analyse et évaluation financières, fusions-acquisitions, ingénierie financière). Il est directeur académique du MS Finance ESCP Europe à Paris et à Londres, classé chaque année parmi les meilleurs *Masters in Finance* au monde par le *Financial Times*. Il coordonne par ailleurs des programmes *Executive Education* pour des banques et de grandes entreprises internationales. Il est l'auteur de nombreux ouvrages et articles académiques sur l'*Investment Banking* et de l'ingénierie financière (en particulier dans la *Revue de droit bancaire et financier* dont il est membre du comité éditorial).

Il exerce également des fonctions de consultant dans le domaine des Fusions-Acquisitions et du *Private Equity*.

Philippe Thomas a occupé différents postes dans le secteur financier, puis dans le groupe Reuters.

ISBN : 978-2-86325-936-8

Code Géodif : G0070828

Diffusé par les Éditions d'Organisation, 1, rue Thénard, 75240 Paris Cedex 05.

Copyright © 2019. RB Édition : 18, rue La Fayette – 75009 Paris. www.revue-banque.fr
Toute reproduction, totale ou partielle, de la présente publication est interdite sans autorisation écrite de RB Édition ou du CFC, conformément aux dispositions du Code de la propriété intellectuelle.

Les essentiels
de la banque et de la finance

LBO

Montages à effet de levier *Private Equity*

4^e édition

Philippe Thomas

Professeur de Finance
ESCP Europe

RB

ÉDITION

SOMMAIRE

Introduction	11
CHAPITRE 1	
L'« industrie » du <i>Private Equity</i>	15
1.1 L'investissement financier en actions non cotées	15
1. Une classe d'actifs en tant que telle	15
2. Différentes modalités d'investissement.....	16
3. Les investisseurs en <i>Private Equity</i>	18
4. Réglementation.....	19
1.2 Un marché intermédié : les Fonds de <i>Private Equity</i>	20
1. Fonction et rôle du Fonds de <i>Private Equity</i>	20
2. Organisation d'un Fonds de <i>Private Equity</i>	21
a. Deux catégories d'acteurs	21
b. Structure juridique du Fonds.....	22
c. La rémunération des Fonds.....	24
3. Évolution des véhicules du <i>Private Equity</i>	25
a. L'apport des Fonds de Fonds	25
b. Les Fonds « one stop shop »	26
c. La question de la liquidité en <i>Private Equity</i>	26
1.3 Les opérations d'un Fonds de <i>Private Equity</i>	28
1. Les différents types de Fonds	28
2. La « vie » d'un Fonds.....	30
a. La création du Fond	30
b. La levée des capitaux : le <i>fund raising</i>	30
c. L'investissement dans les cibles.....	31
d. Gestion du portefeuille.....	32
e. Fin de vie du Fonds.....	32
3. La courbe en <i>J</i>	32
4. La responsabilité du Fonds.....	33
1.4 La performance du <i>Private Equity</i>	33

1. Quel critère de mesure de performance ?	34
a. Le critère de référence : le TRI	34
b. Les multiples d'investissement	35
2. Les performances affichées par le <i>Private Equity</i>	35
1.5 Une activité ancienne au développement récent	37
1. Perspective historique du <i>Private Equity</i>	37
2. Importance des opérations	38
 CHAPITRE 2	
La vie d'une opération de LBO	41
2.1 Une ingénierie financière originale	41
1. Objectif : maximiser la rentabilité de l'investissement	41
2. Définition générique du LBO	42
3. Les cibles éligibles au LBO : des « perles rares » !	43
a. Objectifs financiers imposés à la cible	43
b. Profil de la cible	44
c. Un concept clé : le CFADS	44
d. Conséquences du LBO sur la cible	45
e. Importance du plan d'affaires de la cible	46
4. Une valorisation spécifique des cibles : le modèle LBO	46
2.2 Déroulement d'une opération	48
1. L'acquisition d'une cible prometteuse	48
a. Quel « sourcing » ?	48
b. Un processus d'acquisition particulier	49
2. Le LBO proprement dit	50
3. La sortie du LBO : le débouclage	51
a. La sortie théorique : l'introduction en Bourse	51
b. La cession à un repreneur industriel	52
c. L'opération secondaire : un LBO ultérieur	53
d. Les « sorties internes »	53
4. Les LBO en difficultés	54
a. Typologie des difficultés du LBO	55
b. Les stratégies de redressement	56
c. Remarques	57
2.3 Sources de création de valeur d'un LBO	57
1. L'amélioration des marges : <i>earning growth</i>	58

2.	L'augmentation du multiple : <i>multiple expansion</i>	58
3.	Le levier financier : (<i>de</i>) <i>leveraging</i>	59
4.	L'effet combiné des trois facteurs : <i>return generation</i>	59
2.4	<i>Private Equity</i> et LBO : fondements conceptuels	60
1.	La réduction des conflits d'agence	60
2.	Une relecture du levier de la dette	61
a.	Un raisonnement parfois erroné par le ROE	61
b.	L'effet de levier approché par le taux	62
c.	La dette, un levier par la théorie des incitations	63
3.	Un modèle de gouvernance efficace	64
a.	Vers une nouvelle norme de gouvernance ?	64
b.	Un modèle de contrôle perpétuel ?	65
c.	L'effet du LBO sur les parties prenantes	66
CHAPITRE 3		
	La structuration du LBO	69
3.1	La structuration juridique	70
1.	La création de la <i>New Co.</i> : la holding d'acquisition	70
a.	Rôle et fonction de la <i>New Co.</i>	70
b.	Création d'une société holding	70
2.	Les titres de la <i>New Co.</i>	72
3.	L'ouverture du capital aux minoritaires	73
4.	La structuration juridique de l'acquisition de la cible	75
3.2	La structuration financière	75
1.	Objectifs et contraintes du levier financier	75
2.	Le financement de la <i>New Co.</i>	79
a.	Mise en place d' <i>Equity</i>	79
b.	Le recours au <i>Quasi-Equity</i>	79
c.	La dette financière subordonnée	81
d.	La dette senior	83
e.	Le second lien	83
f.	Les financements d'ajustement ou <i>bridges</i>	84
g.	Financement opérationnel de la cible	84
3.	La nécessaire gestion financière du montage	85
a.	Synthèse des financements mobilisés	85
b.	La question des remontées de la cible à la <i>New Co.</i>	86
c.	La gestion des <i>covenants</i>	87

d. La mise en place d'un « kit de liquidité ».....	88
4. Remarque sur les structures financières des LBO	89
3.3 La structuration fiscale	90
1. L'immunisation fiscale verticale.....	91
a. L'intégration fiscale.....	91
b. Le régime mère-fille.....	92
2. L'immunisation fiscale horizontale	93
3.4 La structuration « sociale »	94
1. Objectifs et nature de la structuration sociale.....	94
2. Les outils d'intéressement	96
a. Mécanismes d'intéressement légal.....	96
b. Mécanismes d'intéressement conventionnel.....	98
3. Fonctionnement du <i>Management Package</i>	99
a. Cercle des bénéficiaires.....	99
b. Modalités techniques du <i>Management Package</i>	100
3.5 La structuration opérationnelle	102
1. Le levier opérationnel : LE levier essentiel ?	102
2. Les outils d'amélioration de la performance	104
a. Le levier stratégique.....	104
b. Le levier PnL.....	105
c. La gestion du bilan de l' <i>Op. Co.</i>	105
3. Un levier lié au degré d'activisme du Fonds.....	106
4. Remarque.....	107
3.6 Synthèse de la structuration	107
1. Sources de création de valeur.....	107
2. Limites à l'emploi de certains leviers.....	109

CHAPITRE 4

Les différents types de LBO..... 111

4.1 Les LBO « classiques »..... 111

1. Le LBO financier.....	111
2. Le LBO industriel.....	111
3. Le <i>Leveraged Build Up</i> : LBU	112
4. Le <i>Leveraged Turn Around</i> : LTA.....	112

4.2 Les LBO adossés sur le Management	113
1. Le <i>Management Buy Out</i> : MBO	113
2. Le <i>Management and Employees Buy Out</i> : MEBO.....	113
3. Le <i>Management Buy In</i> : MBI.....	114
4. Le <i>Buy In Management Buy Out</i> : le BIMBO	114
4.3 Les LBO adossés sur les cédants	114
1. Le <i>Vendor Buy Out</i> : le VBO	115
2. L' <i>Owner Buy Out</i> : l'OBO.....	115
3. Les <i>Family Buy Out</i> : les FBO	116
4.4 Les LBO liés aux marchés financiers	116
1. Les opérations de <i>Public to Private</i> : <i>P to P</i> (P2P)	116
2. Les opérations de <i>Private Investment in Public Equity</i> : PIPE.....	117
3. Les opérations de <i>Reverse LBO</i> : RLBO	117
4. Les opérations de <i>Securitization Buy Out</i> : SBO	117
Conclusion	119
Annexe	121
Bibliographie	123
Liste des schémas et tableaux	125
Chez le même éditeur	126

INTRODUCTION

Les opérations à effet de levier se sont fortement développées depuis une vingtaine d'années et concernent désormais de nombreuses entreprises. Elles constituent un montage d'ingénierie financière type, standard, particulièrement utilisé par des Fonds d'investissement pour la prise de contrôle de sociétés cibles.

Dans le même temps, l'investissement financier dans des actions de sociétés non cotées est devenu une importante classe d'actifs, en très forte dynamique.

Les entreprises non cotées en Bourse, à contrôle privé, très nombreuses dans l'économie, présentent souvent de bonnes performances. Elles sont attractives pour les investisseurs financiers qui anticipent de bonnes rentabilités, en achetant leurs actions dans le but de les revendre au terme d'une période où ils auront contribué à accroître le rendement.

Le *Private Equity* peut se définir comme l'ensemble des procédures et instruments (montages) visant à prendre des participations financières dans les fonds propres de sociétés non cotées. Pour l'OCDE, il s'agit du contrôle des entreprises par un *pool* organisé d'actionnaires privés. Ainsi, les investisseurs achètent des titres de propriété qui ne peuvent s'échanger librement sur un marché boursier, à la différence du *Public Equity* (actions cotées sur un marché organisé).

L'investissement du *Private Equity* est généralement réalisé via une acquisition à effet de levier (*Leveraged Buy Out*), c'est-à-dire en opérant l'acquisition de cibles sur la base d'un endettement, associant souvent le Management. Ceci définit un mode spécifique de gouvernance et de financement, devant permettre le maintien et le développement des performances des sociétés ainsi contrôlées.

Il importe de souligner que si le LBO est intimement lié au *Private Equity*, cette technique est également utilisée dans des contextes financiers différents pour d'autres actifs et que certains investissements en *Private Equity* se font avec un recours plus modeste à la dette.

La compréhension des mécanismes liés à cette classe d'actifs et du montage mis en œuvre est nécessaire tant pour les investisseurs que pour les entreprises potentiellement visées, mais aussi pour leurs parties prenantes qui se retrouvent mécaniquement affectées par ces opérations (salariés, prêteurs, partenaires commerciaux, collectivités).

Si ces montages ont parfois pu, avant la crise financière, être probablement excessifs et disproportionnés, expliquant partiellement les difficultés de cette « industrie » et de certaines opérations, l'investissement en *Private Equity* (et le LBO) est considéré comme une pratique financière courante et durable, contribuant à assurer la fluidité et la dynamique de l'important marché de la transmission d'entreprises. Depuis quelques années, cette activité financière s'inscrit dans un paradigme renouvelé : le « *New Private Equity* ».

Effet de levier :

« Donnez-moi un point d'appui et je soulève le monde. »

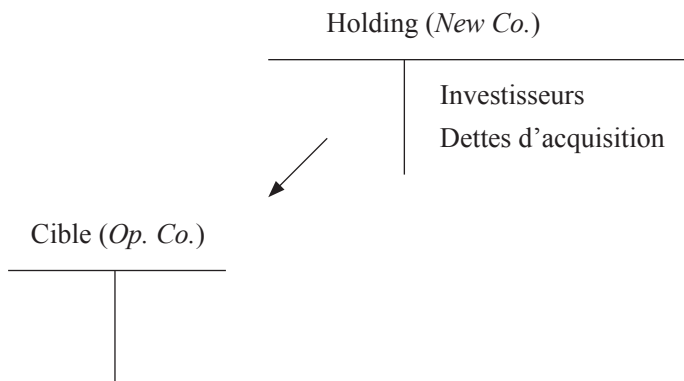
Archimède

Le schéma type d'une opération à effet de levier repose sur l'utilisation d'une société *ad hoc*, dont la fonction est d'acquérir une société cible, en recourant à un endettement, garanti par les titres de la société acquise, auprès de plusieurs types de créanciers financiers.

La société holding dédiée au montage (créée pour celui-ci) est appelée *New Co. (New Company)*.

La société cible, opérationnelle, est appelée *Op. Co. (Operating Company)* ou parfois encore *Target Co.*

Schéma 1 – Montage à effet de levier



Le montage LBO est également appelé HLT, pour *Highly Leveraged Transaction*. Il relève, au sens large, des opérations de *leveraged finance*, utilisant des financements structurés avec un fort levier.