Sommaire

INTRODUCTION....2
PARTIE I: CHAPITRE PRELIMINAIRE....4
A/ Qu'est ce que le LBO ?....4
1/ Définition du concept....4
2/ Les enjeux et les perspectives du LBO....5
B/ Les techniques du LBO : opération financière....6
1/ Les types d'opérations LBO....6
2/ Le montage de LBO....7
C/ Les différents acteurs....9
1/ Les investisseurs financiers....9
2/ Les banquiers financiers....10
3/ Les mezzaneurs....11
4/ Les managers....11
D/ Les dettes d'une opération LBO financées par les banques....12
1/ La dette senior....12
2/ La dette subordonnée....12
PARTIE II/ Les conséquences du LBO sur le portefeuille bancaire des banques....13
I-Les avantages des investisseurs....13
I-1- Les avantages pour la banque....16
I-2-Les difficultés pour les parties....17
PARTIE III/ Les solutions appliquées par les bailleurs de fonds pour alléger le poids du LBO sur leur portefeuille bancaire....25
A/ Les stratégies courantes employées par les banques et les investisseurs non bancaires....25
1/ Analyse de la situation de la cible et les recours aux techniques de suretés....26
L'analyse peut libérer les fonds des mauvaises surprises, celle ci est nécessaire même si elle engendre des coûts d'investissements élevés, plus de 5% du montage....27
2/ Les techniques de suretés utilisés par les banques : garanties du remboursement. 28
3/ Le recours à des techniques financières....29

4/ Insertion de clauses contractuelles en tant que garanties.....30
B/ Les stratégies spécifiques des banques face aux risques du LBO..... 33
CONCLUSION..... 35
BIBLIOGRAPHIE..... 37
GLOSSAIRE..... 39
ANNEXES..... 40

INTRODUCTION

Actuellement, de plus en plus d'entreprises se créent pour être revendues après. Cette revente est due soit en raison de l'âge des dirigeants associés, cas de 19, 4% des entreprises qui ont à leur tête des dirigeants âgés de plus de 58 ans, soit en raison du changement des transactions, soit en raison des difficultés qui peuvent engendrer au fil des années. La direction et le contrôle de l'entreprise peuvent ainsi changer de mains à n'importe quel moment.

La LBO ou Levraged Buy Out ou prise de contrôle par effet de levier est parmi les techniques employées pour la reprise d'une société. Cette technique nécessite l'intervention des fonds d'investissement spécialisés dans son financement. Elle engendre un endettement auprès des banques pour l'achat de la société appelée « société cible » et pour la constitution de la société mère appelée « société holding ». En France, il existe des fonds qui se spécialisent dans ce genre de financement comme SIPAREX, LBO France, KKR, APAX. Le montant investi dans ce genre d'opération remonte à des milliards d'euros selon une

statistique de l'AFIC (Association française des investisseurs en capital. En 2002, l'AFIC a publié le *Livre blanc du LBO* et en 2003, une brochure d'information à destination des chefs d'entreprises.).

Les investisseurs français font jouer des milliards d'euros dans le financement des entreprises sous LBO. En France, le montant des prêts remonte en 2008 jusqu'à 20 milliards d'euros.

Par définition, la LBO est une technique qui permet à une ou plusieurs personnes (les repreneurs), de prendre, par l'intermédiaire d'une ou de plusieurs holdings, le contrôle d'une société ayant une activité industrielle ou commerciale (la cible), en finançant la plus grande partie de cette acquisition par un emprunt, lequel est ensuite remboursé grâce aux remontées de trésorerie provenant de la cible. L'emprunt est donc utilisé en tant que levier pour rendre rentable l'investissement d'acquisition.

Les investisseurs sont en majeure partie des banques mais il en existe d'autres qui ne sont pas forcément des établissements de crédits. Ces fonds investissent des chiffres relativement élevés dans le financement des LBO malgré les risques et les difficultés qu'engendre cette technique. Toutefois, des enjeux et des perspectives entourent l'opération et les avantages pouvant être recueillies ne sont pas les moindres. La société cible reste l'intérêt principal des fonds, tout se joue au niveau de cette dernière.

Les opérations LBO ont connu des grandes difficultés lors de la crise des subprimes qui a provoqué une forte montée des prix des matières premières à travers le monde. Face à cette crise, les banques ont été réticentes pour offrir des prêts afin de financer les LBO mais actuellement, cette opération repart à vive allure. Les bailleurs de fonds étant conscientes des impacts de cette opération, prennent les mesures possibles pour réduire les risques.

Mais la question se pose : quel est l'impact du LBO au niveau du portefeuille bancaire du bailleur de fonds ? Cette question nous conduira à faire ressortir les avantages et les risques relatifs à l'opération LBO.

Ainsi, afin de cerner notre étude et afin de répondre à cette question, nous allons étudier le concept de LBO à travers un chapitre préliminaire, ensuite, nous aborderons les conséquences de l'opération LBO sur le portefeuille bancaire des fonds et enfin, il sera question de montrer les solutions préalables prises par eux.

Partie I : CHAPITRE PRELIMINAIRE

A/ Qu'est ce que le LBO ?

1/ Définition du concept

Le terme anglais « *Leveraged Buy Out* » est connu sous le sigle LBO. Il s'agit d'un financement d'acquisition par emprunt et consiste en un rachat d'une entreprise par le biais d'un endettement bancaire avec la création d'un effet de levier qui facilite l'octroi et la défiscalisation d'un projet d'investissement. En d'autres termes, c'est l'acquisition du contrôle de la société par le biais de fonds d'investissement financé majoritairement par endettement.

D'une manière plus claire, dans une opération de *Leveraged Buy-Out*, l'entreprise est rachetée par des investisseurs financiers en association avec des dirigeants de l'entreprise même en vue d'un montage financier comportant un emprunt ou un endettement important auprès de la banque. Ceux qui financent le rachat de l'entreprise s'appellent les bailleurs de fonds. Le remboursement se fera par le biais d'un prélèvement sur les éventuels bénéfices futurs de l'entreprise achetée. En fait, l'endettement est nécessaire pour la mise en œuvre du projet qui est le rachat de l'entreprise par exemple.

L'entreprise sera financée durant toute sa croissance, par le biais d'apports en capitaux. Pour les investisseurs, l'entreprise constitue la cible. L'acquisition de la cible se fait par le biais d'une société mère (holding) qui sera créée spécialement pour l'occasion. Cette société mère peut s'endetter jusqu'à hauteur de la capacité d'autofinancement de l'entreprise cible, le holding sera ensuite capitalisé par les acquéreurs jusqu'à hauteur du solde du prix d'acquisition, c'est l'effet de levier financier. L'union de la société mère et de la cible profite du système de l'intégration fiscale par laquelle la base d'imposition du montant des intérêts de la dette d'acquisition est réduite, on parle alors de l'effet de levier fiscal.

D'une manière plus spécifique, avec LBO, le contrôle de l'entreprise qui est achetée change. Il est observé que l'opération fait participer majoritairement les investisseurs financiers et cette participation se fait au niveau du capital de l'entreprise ciblée. Mais il existe des cas ou ce sont les dirigeants repreneurs qui sont supérieurs en nombre en ce qui concerne la participation à l'opération par rapport à ces investisseurs financiers.

2/ Les enjeux et les perspectives du LBO

Les enjeux se diffèrent en fonction de l'acteur qui entre en jeu. En effet, on peut distinguer différents acteurs qui seront étudiés dans une autre partie de notre étude. En tout cas, les enjeux et les perspectives de trois acteurs seront étudiés ici: la cible, le vendeur et le management. La cible est l'entreprise fille rachetée par la société mère, le « holding », par le biais d'un endettement auprès des banques et des établissements financiers, c'est son contrôle qui sera acquis par les investisseurs qui coopèrent dans le financement de la création de la société mère avec les cadres dirigeants de la cible. Le vendeur est constitué par les actionnaires ou les dirigeants de la cible avant l'opération de LBO, il détient une part dans l'entreprise cible. L'entreprise peut être familiale (cas le plus fréquent). Il peut être aussi constitué par les actionnaires dans les grands groupes de sociétés qui veulent procéder à la

cession des filiales ou à la division des groupes. Par rapport à ce vendeur, l'acheteur est constitué soit par des actionnaires qui veulent investir dans le rachat de la cible, ils peuvent être des investisseurs financiers soit par les dirigeants même de l'entreprise cible. Il est à rappeler que c'est le contrôle de la cible qui constitue l'objet de la vente.
Quant au management, il s'agit des dirigeants de la cible qui ont aussi des objectifs et des avantages dans une opération LBO.

Chaque acteur trouve donc intérêt dans une opération LBO, il existe pour chacun des enjeux et des perspectives.
Pour l'entreprise cible, le financement sous LBO peut lui permettre de garder son autonomie et son indépendance, de ne pas être contraint à des fusions par exemple. Le financement sous LBO lui permet également de profiter des ressources produites pour son propre développement. Mais ces enjeux sont conditionnés par la mise en place d'un business plan qui tiendra compte de l'effet de levier. La cible constitue le centre de tous les intérêts des bailleurs de fonds. Le financement est fondé sur l'amélioration de la cible, de son activité, de sa rentabilité financière. Ainsi, une opération LBO lui permettrait de percer dans tous les domaines.
Pour le management, son autonomie et son indépendance lui permettent d'honorer les demandes de rentabilité souhaitées par les nouveaux propriétaires de la cible, les filiales de grands groupes bénéficieront d'un vrai projet d'entrepreneur. Les dirigeants ont ainsi un défi à faire valoir pour la réussite de l'opération. Cette dernière dépend en partie de la gestion de la cible, de toutes les décisions émanant de son management. De plus, les dirigeants peuvent s'enrichir lors du partage de la plus-value qui leur est toujours favorable.

Pour le vendeur qui est détenteur d'une part dans l'entreprise cible il aura la faculté de ne pas vendre à des concurrents, toutefois, il hésiterait à vendre l'entreprise à ses propres cadres. De même, les cadres dirigeants auront tendance à influencer la fixation du prix. Le vendeur a donc le choix.

B/ Les techniques du LBO : opération financière

Le LBO est une technique qui suit un mécanisme simple que l'on appelle levier d'endettement. Ce levier permet ainsi de fournir une meilleure rentabilité que celle offerte par les marchés financiers.

1/ Les types d'opérations LBO

Le financement LBO peut puiser sa source dans plusieurs hypothèses. En premier lieu, il peut découler d'une entreprise familiale qui rencontre des problèmes relatifs à la succession, les héritiers préfèrent céder l'entreprise ou son contrôle à des actionnaires n'ayant pas une part dans l'héritage. En second lieu, les actionnaires qui souhaitent réaliser leurs actifs peuvent opter pour le financement sous LBO en cédant la totalité de l'entreprise à d'autres personnes.ces personnes peuvent être constituées par l'équipe dirigeante de la cible et les investisseurs puisque ces deux entités investissent massivement dans la création de la société holding. Signalons que cette dernière constitue la garantie de la banque et des établissements financiers en ce qui concerne le remboursement de la dette servant à l'acquisition de l'entreprise. Enfin, les entrepreneurs qui veulent accroître leur richesse peuvent faire une acquisition par emprunt à d'autres entreprises tout en gardant leur place au sein même de l'entreprise, en tant qu'associés ou dirigeants.

On peut distinguer quatre formes du LBO : le Management Buy-Out (MBO), le management Buy-In (MBI), Buy-In management Buy-out (BIMBO) et le Leverage Build Up (LBI).

Dans le MBO, les dirigeants associés rachètent la société à un investisseur. Au niveau du MBI, ce sont les dirigeants extérieurs à l'entreprise qui rachètent celle-ci, c'est-à-dire, les investisseurs financiers placent au niveau de l'entreprise une nouvelle équipe de management. Quant au BIMBO, ceux qui acquièrent la société sont des dirigeants extérieurs mais qui sont associées à l'encadrement de la société. Enfin, dans le cadre du LBI, l'acquisition tend vers le but de créer un groupe.

2/ Le montage de LBO

L'opération LBO consiste en principe à octroyer à une société financière les moyens financiers qui sont utiles pour le contrôle d'une entreprise (la cible). Cette dernière présente un patrimoine actuel qui sera rentable dans le futur. Cette situation permettrait à l'initiateur de l'opération de faire un profit au moment où les prêteurs associés au montage ont eu remboursement par le biais des bénéfices faits par la cible.

Comme il a été mentionné précédemment, l'opération LBO produit un effet de levier, il existe trois types d'effet de levier : l'effet de levier juridique, l'effet de levier financier et l'effet de levier fiscal. Avant d'analyser ces sortes de levier, il est important de délimiter ce qu'est un holding puisque c'est par sa création que l'acquisition de l'entreprise cible pourrait de faire.

Le mot « holding » est une expression d'origine anglo-saxonne qui vient du verbe « to hold= détenir », dans notre cadre d'étude, il s'agit d'une détention des participations.

Le holding est donc la société mère ayant pour objet la détention des participations sous la forme d'actions ou de parts dans une ou plusieurs autres sociétés, le but étant de les contrôler. De ce fait, la société est appelée le plus souvent « société de contrôle ». L'objectif principal du holding de reprise est donc de faciliter le contrôle de la cible à l'aide de la production de l'effet de levier.

- L'effet de levier financier

Le montage des opérations LBO fait entrer en jeu l'effet de levier financier. Le rôle de l'effet de levier financier consiste en l'éclaircissement du taux de rentabilité des fonds propres par rapport au taux de rentabilité de l'actif économique et du montant de la dette.

Le financement octroyé par les prêteurs et les actionnaires est destiné à l'amélioration de l'ensemble des emplois au sein même de la cible, c'est ce qui constitue l'actif économique. Ce dernier produit un résultat qui sera affecté d'une part à la rémunération des prêteurs et d'autre part aux actionnaires.

Avec l'effet de levier financier, le principe repose sur le fait qu'une fois une entreprise réalise un investissement portant sur l'amélioration de son activité, celui-ci doit aboutir à un bénéfice par rapport au coût de l'endettement. Dans le cas contraire, l'investissement serait inutile. L'utilisation de l'effet de levier financier dans une opération LBO devrait alors servir à augmenter la rentabilité financière, il convient juste de chercher le levier financier optimal.

Le levier retenu est défini comme étant la part de l'endettement dans l'ensemble du coût qui forme l'opération toute entière et sa détermination se fait en fonction du montage. Le levier retenu n'est donc pas déterminé directement en fonction de la rentabilité de l'investissement. L'effet de levier financier permet donc de prévenir d'une manière précise les risques qui peuvent être encourus par les prêteurs et les investisseurs.

Dans la pratique, ceux qui veulent racheter la cible (les repreneurs : investisseurs ou équipe dirigeante) fixent eux même le prix de celle-ci, le prix qui leur convient en fonction de la rentabilité future de la cible. La fixation de ce prix permet aux prêteurs d'étudier la faisabilité du financement par endettement. En même temps avec cette fixation du prix, les repreneurs doivent élaborer un business plan destiné à être validé par les prêteurs. Ce business plan reflète les objectifs financiers poursuivis au profit de la cible et les moyens qui seront appliqués pour leur réalisation. Dans le cas ou le business plan est validé par ces prêteurs, ils préviennent les repreneurs des risques pouvant être présentés par le projet et font une offre de crédit avec un montant maximum.

- L'effet de levier fiscal

Par rapport au concept du holding, il n'y a donc pas de résultat fiscal parce que ce dernier ne dispose d'une réelle activité commerciale. La société holding ne dispose même pas des produits qui pourront supporter les charges financières imposées par la dette d'acquisition, l'économie d'impôt ne trouve donc pas son application dans ce cas. Pour remédier à ce problème, la société holding peut opter soit pour la fusion, soit pour l'intégration fiscale.

En France, l'intégration fiscale est possible par l'intégration des charges financières engendrées par la dette, celle du holding dans le résultat de l'entreprise cible, la condition étant que la société holding devrait détenir au moins 95% de l'entreprise cible. Les intérêts prélevés sur les emprunts contractés par la société holding afin de racheter la cible ne sont déductibles fiscalement que si les actionnaires directs ou indirects du holding sont des anciens actionnaires majoritaires de la société rachetée.

C/ Les différents acteurs

Différents acteurs se rencontrent au niveau d'une opération LBO. Les acteurs sont : les investisseurs, les banquiers financiers, les mezzaneurs et les managers.

1/ Les investisseurs financiers

Ces investisseurs sont appelés les capital-investisseurs. Ce sont en réalité des investisseurs en fonds propres, des fonds qui constituent l'élément collecteur de l'épargne qui est investie dans l'achat de l'entreprise cible. Ils exercent leur professionnalisme dans la reprise des sociétés non cotées dan le but d'appuyer financièrement les activités ou le développement de celles-ci, et plus particulièrement leur rachat. Par rapport aux investisseurs, il est à remarquer qu'on peut classer le capital en quatre catégories : le capital investissement, le capital risque, le capital développement et le capital-transmission.

Par définition, le capital investissement s'agit du financement en capital d'une entreprise à différents stades de son existence. Il englobe donc l'ensemble de l'opération.

Le capital risque trouve son ampleur lorsque le projet est prêt à être appliqué, les fondateurs de l'entreprise, au complet, passent à la levée de fonds. Dans ce cas, ces derniers invitent les capital-investisseurs à participer à leur « tour de table » afin d'obtenir les fonds utiles à la réalisation du projet en question. Le capital risque est destiné au financement de tout ce qui est innovation c'est-à-dire, les entreprises qui commencent à décoller ou qui veulent œuvrer dans une activité nouvelle.

Quant au capital développement, des entreprises qui sont déjà en cours de fonctionnement constituent les cibles. Il s'agit du renforcement de la part des fonds propres patrimoine de la PME, le but étant de l'encourager à élaborer un projet promettant. Dans la plupart des cas, l'investissement aboutit à l'augmentation du capital.

Concernant le capital-transmission, il concerne la cession des parts par les actionnaires, ce sont les fondateurs qui cèdent le plus fréquemment leurs parts. Dans ce cas, plusieurs montages financiers à effet de levier entrent en jeu et l'opération LBO est le plus souvent utilisée.

2/ Les banquiers financiers

Les banques s'associent aux investisseurs et leur coopération trouve sa raison d'être dans le partage du poids du risque encouru. Il a été constaté qu'une demande grandissante en financement LBO a été introduite au niveau des établissements financiers. En plus de la pluralité des demandes de crédits, les banques se sont intéressées de plus en plus au financement LBO du fait que ce dernier peut aboutir à des taux d'intérêts avantageux pour elles. L'intervention du banquier dans le financement de rachat d'entreprise a été justifiée par l'apparition d'une demande grandissante de crédits dans le domaine. Et de plus, la banque a considéré le financement du LBO comme étant une opportunité de marché fructueuse.

Pour ces raisons, elles ont développé une offre particulière de produit de dette qu'est le LBO. Elles octroient du crédit aux entreprises à la suite d'un engagement juridique et financier de la part des repreneurs et dans le cadre d'une convention de crédit. Les établissements financiers bénéficient de beaucoup plus d'avantages en termes de rémunération dans ce type de montage que dans le cas d'un financement ordinaire. En contrepartie de ces avantages, ils supportent un risque beaucoup plus important.

Dans certains cas, une seule banque ne peut pas supporter à elle seule le montant du prêt, ce dernier sera alors souscrit par plusieurs établissements bancaires d'où on parlera de syndication bancaire. Par définition, une syndication bancaire est l'opération par laquelle un prêt est consenti par un syndicat de plusieurs banques à un emprunteur. Dans ce cas, l'un des établissements sera nécessairement chef de fil ou arrangeur (choix de l'entreprise cible) et va chercher à syndiquer une partie de la dette auprès d'autres établissements bancaires, c'est-à-dire qu'il va trouver d'autres établissements pour financer une partie du prêt. Le degré de participation de chacun d'eux au prêt sera donc variable de même que leurs implications.

3/ Les mezzaneurs

Les mezzaneurs sont des fonds financiers spécialisés qui octroient des crédits mezzanines. C'est une dette intermédiaire qui se situe entre les fonds propres et les passifs exigibles à long terme. Il en existe plusieurs variétés qui sont notamment les obligations convertibles en action.

Ces mezzaneurs sont tenus en vertu d'un contrat qualifié de convention de subordination qui s'assure à ce que le remboursement du prêt mezzanine soit subordonné à celui de la dette senior. Le recours à l'intervention des mezzaneurs permet d'obtenir des fonds au-delà de ce que la dette senior et les fonds propres peuvent procurer. Le but étant de procéder à l'acquisition de la nouvelle société.

4/ Les managers

Les managers sont les dirigeants de l'entreprise sous LBO eux-mêmes. Ils peuvent être les anciens dirigeants, avant l'opération, et peuvent être des nouveaux dirigeants nommés par le fonds de LBO. Comme il a été évoqué précédemment, ces dirigeants sont les responsables de la réalisation d'un plan d'affaires qui a été élaboré avec le consentement du fonds de LBO lors de la prise de contrôle de l'entreprise cible.

Les bailleurs de fonds demandent, dans la majeure partie des cas, aux dirigeants de faire un investissement important de leur épargne liquide, voire même de s'endetter. Le but étant d'avoir un alignement strict des intérêts des uns et des autres. Les dirigeants ont la chance de multiplier leur investissement en cas de réussite du plan d'affaires mais aussi la malchance de tout perdre si ce dernier échoue. Le fait est que différents supports d'investissements comme les obligations convertibles ou les actions leur offrent un second effet de levier. En tout cas, si le plan est favorable, il y a partage partiel de la plus-value entre les dirigeants et les bailleurs de fonds.

D/ Les dettes d'une opération LBO financées par les banques

1/ La dette senior

La dette senior est une dette bénéficiant de garanties spécifiques et dont le remboursement se fait prioritairement par rapport aux autres dettes. Il s'agit ainsi d'une dette privilégiée et le caractère senior lui confère une priorité de remboursement en cas de faillite de l'emprunteur. Auparavant, il n'y avait que deux paliers de financement à savoir un prêt senior et une mezzanine. Actuellement, on assiste à une augmentation des multiples

d’acquisition dans les LBO ce qui ne fait que rendre de plus en plus complexe le montage financier. Il peut exister des financements de dette senior qui se découpent en quatre tranches ou plus. Ces derniers offrent au banquier des rémunérations plus importantes dans la mesure où le taux d’intérêt variera chaque année en fonction du cours sur le marché des crédits.

La dette senior permet donc de financer une acquisition pour un coût relativement limité. De ce fait, elle offre en contrepartie une limitation du risque pris par le banquier.

2/ La dette subordonnée

Il s’agit d’un second niveau de dette après la dette senior. La dette subordonnée est celle dont le remboursement dépend du remboursement initial des autres créanciers qui peuvent être des créanciers privilégiés ou des créanciers titulaires d’une sûreté spéciale.

A la différence de la dette senior, les créanciers subordonnés exigent un taux d’intérêt plus élevé que d’autres créanciers. Elle peut prendre la forme d’un financement mezzanine dont il a déjà été question ultérieurement, mais elle peut également prendre la forme d’un emprunt obligataire à haut rendement.

L’entreprise qui désire acquérir une société prend recours à la dette junior lorsque les fonds propres de la société ne lui permettent pas d’obtenir de la part des banques un emprunt suffisant pour qu’elle puisse procéder à l’acquisition et au rachat d’une société.

PARTIE II/ Les conséquences du LBO sur le portefeuille bancaire des banques

I-Les avantages des investisseurs

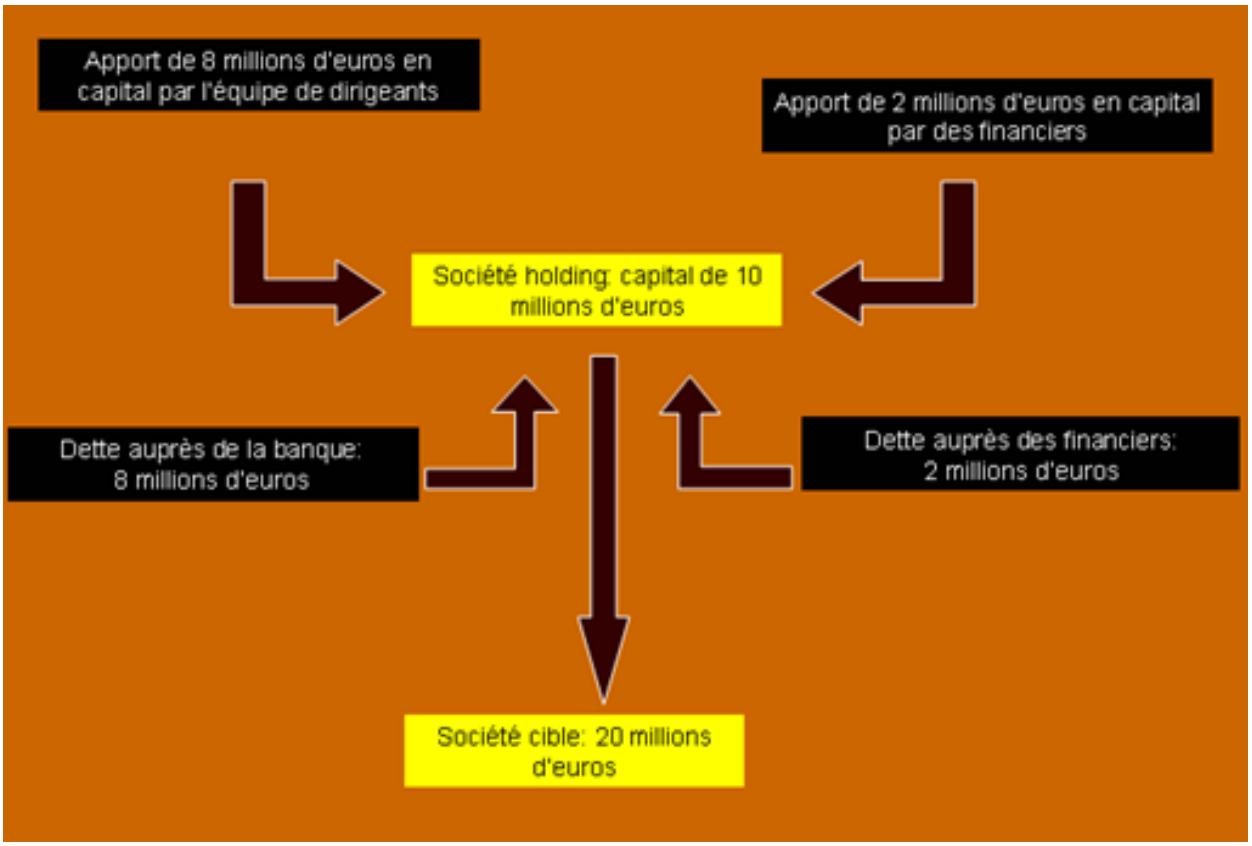
Il est à rappeler qu'à la différence des LBI dans lesquels l'acheteur vient de l'extérieur, dans le LBO, il vient de la société à acquérir même. Cependant, qu'il soit question de l'un ou de l'autre, le mécanisme de base est le même, il y a rachat d'une société avec effet de levier et les intérêts des investisseurs dans l'opération de LBO réside en grande partie au niveau du levier financier. A titre de rappel, ce dernier résulte de la différence entre la rentabilité économique d'un projet et le coût de la dette qui a permis de financer le projet. La rentabilité économique de l'entreprise peut être obtenue au moyen du rapport entre le résultat d'exploitation et les capitaux investis. Si cette rentabilité économique est supérieure au taux d'intérêt des emprunts alors il peut en être déduit que le financement de l'entreprise par endettement crée de la valeur pour les actionnaires L'effet de levier financier peut également être considéré comme source de création de valeur lorsque la rentabilité d'un investissement est supérieure au coût de son investissement.

D'autre part, un des avantages du LBO est de permettre aux investisseurs voir aux cadres dirigeants de prendre le contrôle d'une société cible avec un minimum de contribution personnelle dans la mesure où l'acquisition de la société est financée majoritairement par un prêt bancaire dont le coût est inférieur au taux de rentabilité attendu de la cible. A titre d'illustration, dans un premier temps, les investisseurs créent la société holding. Le capital social de cette dernière correspondra à l'apport qu'ils peuvent effectuer ou à leurs apports plus celui de financiers s'ils manquent de moyens. Elle sera crée afin d'acquérir et de détenir la majorité des actions au sein de la société cible. L'emprunt contracté pour l'acquisition de la cible sera ensuite financé par la remontée des bénéfices nets de la société cible vers la société holding. L'opération sera réussie lorsque la holding aura remboursé l'emprunt en totalité et racheté les parts des associés minoritaires, la holding pourra alors fusionner avec la cible pour ne former qu'une seule et unique entité.

Si l'on prend par exemple le cas d'une équipe de dirigeants qui souhaitent réaliser un LBO sur une société évaluée à vingt millions d'euros. Supposons qu'ils disposent de huit millions d'euros. Ils vont créer une holding au capital de dix millions d'euros qui sera souscrit à hauteur de huit millions par l'équipe de dirigeants, le solde du capital étant apporté par une société de capital investissement, soit deux millions d'euros. C'est ainsi que l'équipe de dirigeants détiendra quatre vingt pour cent du capital de la société holding et les financiers quant à eux

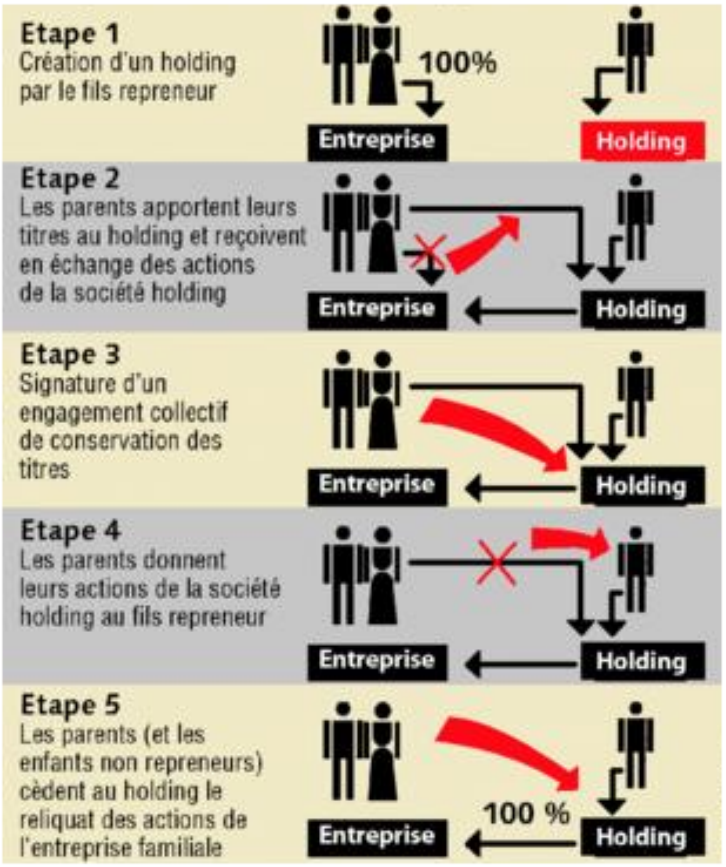
détiendront vingt pour cent. Grâce à ses fonds propres, la holding va pouvoir contracter un emprunt pour dix millions d'euros dont huit millions sous forme de dette bancaire classique et deux millions sous formes d'obligations convertibles souscrit par les mêmes financiers présents au capital de la holding. Avec l'emprunt contracté qui est de dix millions d'euros et son capital social de dix millions d'euros, la holding peut racheter en totalité la cible pour vingt millions d'euros. Ainsi, avec seulement huit millions d'euros, les dirigeants ont pu acquérir une société valant vingt millions d'euros. C'est le système de l'effet de levier. Pour que l'opération réussisse, il faut que les dirigeants de la cible mettent tout en œuvre pour bénéficier d'un effet de levier positif, c'est-à-dire qu'ils doivent parvenir à obtenir un taux de rentabilité supérieur au taux de l'emprunt bancaire au niveau de la société cible.

Schéma de l'opération



Outre les avantages qui viennent d'être cités et par extension, l'opération de LBO permet notamment de transmettre l'entreprise à ses enfants, à ses associés ou à ses actionnaires. Le déroulement de l'opération sera alors comme suit, dans un premier temps, le fils repreneur va créer une société holding et les parents vont apporter leurs titres au holding en contrepartie desquels ils recevront des actions. Entre temps, il y aura entre les parties en présence signature d'un engagement collectif de conservation des titres. Par la suite, les parents donneront leurs actions de la holding au fils repreneur. A la fin du processus, les parents cèderont au holding le reliquat des actions de l'entreprise familiale[1].

Schéma de l'opération



Source : http://chsct.drakar-barna.com

[1] http://chsct.drakar-barna.com

Le LBO offre la possibilité de sécuriser le financement de l'entreprise tout en gardant la direction de cette dernière. Il permet également de réaliser une opération patrimoniale en récupérant une partie du capital de l'entreprise. Puis il offre une alternative aux ventes classiques en élargissant la liste des acquéreurs potentiels.

I-1- Les avantages pour la banque

Les banques apportent les financements nécessaires au montage. Lorsqu'il est question de plus petites opérations notamment pour un montant inférieur à dix millions d'Euros, la dette est généralement contractée auprès d'une seule banque. Par contre, pour les opérations plus importantes, l'endettement est organisé d'une manière plus complexe. En effet, le financement peut avoir été obtenu au moyen d'une négociation de la dette avec un pool de banques. Selon donc le cas, il y aura l'intervention d'une banque unique ou bien de plusieurs banques. Les dettes de la société holding à l'égard de la banque font généralement parties des dettes seniors c'est-à-dire de celles qui doivent être remboursées prioritairement. Il s'agit des dettes principales dans le montage du LBO et elles présentent les caractéristiques d'un prêt à moyen terme dont la durée de remboursement varie entre cinq et sept ans. Cette durée est d'ailleurs celle du débouclage habituel d'un LBO.

Les avantages pour la banque résident principalement au niveau des intérêts qu'il va percevoir grâce à l'opération. Le taux pratiqué par la banque dans ces types d'opérations fait référence au taux des obligations d'Etat ou bien à celui de l'Euribor plus 250 à 350 points de base[2]. Le taux des obligations d'Etat ou OAT 10 ans détermine les taux fixés par les banques qui empruntent elles aussi sur les marchés à long terme pour ensuite les revendre en appliquant une marge. Le taux d'intérêt du prêt variera alors en fonction de l'OAT 10 ans (Obligation Assimilable du Trésor). Lorsque ce dernier baisse, il y aura diminution des taux pratiqués par la banque, et inversement, lorsqu'il augmente, il faut s'attendre à une hausse des taux fixes pratiqués par la banque. L'Euribor ou Euro Interbank Offered Rate est quant à lui le taux interbancaire offert entre banques de meilleures signatures pour la rémunération de dépôts dans la zone euro. Il s'agit de l'un des deux principaux taux de référence monétaire de la zone euro[3].

---

[2] 100 points de base=1%
[3] http://fr.wikipedia.org

Dans certains cas, la dette envers la banque sera divisée en plusieurs tranches à la rémunération différente de la moins risquée à la plus risquée. Une première tranche sera remboursée linéairement en cinq ans et les autres tranches seront remboursables in fine. Chaque tranche aura son taux d'intérêt propre et ses caractéristiques.

I-2-Les difficultés pour les parties

1/Conflit d'intérêts

La réalisation d'une opération de LBO n'est pas une tâche aisée dans la mesure où il est impératif de mettre en place un système équilibré qui permet tant à la cible de faire face à ses investissements pour assurer sa croissance et sa rentabilité qu'à la Holding de faire face à ses engagement bancaires. Si l'on considère à titre d'exemple le cas de l'entreprise Sublistatic[4], l'entreprise a fait faillite car l'opération de LBO a siphonnée les caisses de l'entreprise pour rembourser les banques. Lorsque la société Acland a acquis l'entreprise, elle avait vingt millions d'euros de fonds propre et quarante millions d'euros d'emprunt bancaire. Avec l'apparition des aléas du marché, notamment le développement de la concurrence chinoise, l'entreprise s'est trouvée dans une situation difficile. Même si elle a obtenu un rééchelonnement de sa dette, elle n'a pas survécu et a fait faillite.

La cible ne doit pas être étouffée par la remontée excessive de ses bénéfices vers la société mère ou la remontée régulière des dividendes quoique la trésorerie de l'entreprise sera nécessairement fortement ponctionnée. Il faudra définir de façon très précise les besoins en amont et aval du montage notamment ceux de la société holding et de la société cible pour ne pas étouffer cette dernière, puisque en effet, le succès de l'opération réside essentiellement dans la capacité de la cible à générer des cash-flows nécessaires et suffisants à la remontée régulière de dividendes vers la holding. C'est pourquoi dans ce type d'opérations, la cible doit bénéficier d'une bonne rentabilité, mais aussi et surtout d'une bonne visibilité sur ses marchés ainsi que d'excellentes perspectives de croissance si les acquéreurs veulent augmenter leurs chances de réussite. En outre, il faut que la rentabilité de la cible soit supérieure au coût de l'emprunt afin de permettre le remboursement ultérieur des dettes. Les opérations de LBO actuelles ne portent et ne doivent porter que sur des sociétés à forte rentabilité et placées sur des secteurs porteurs.

[4] http://www.lepoint.fr

L'un des désavantages du LBO pour la société cible réside dans le fait que dans un premier temps, la pression des financiers est forte, à tel point que la vente devient précipitée, ensuite, il s'avère les financiers rachètent l'entreprise moins cher que lors d'une vente classique. De plus, la présence d'investisseurs constitue un facteur de complication dans la prise de décisions stratégiques dans la mesure où l'entreprise perd de son autonomie et les dirigeants doivent rendre des comptes aux financiers.

2/ Les risques pour les bailleurs de fonds

Opération LBO suppose des grosses sommes d'argent en jeu. Les fonds financent les entreprises par le biais d'un emprunt, leur portefeuille se trouve donc en jeu et est fonction de la rentabilité de la société cible. Or, la société ne sera pas forcément rentable et les risques ne s'arrêtent pas au niveau des intérêts devant être perçus par les banques en tant que bailleurs de fonds mais aussi au niveau du portefeuille même.

Ces risques commencent par le non remboursement partiel ou total du montant des prêts reçus par l'entreprise cible pour son fonctionnement et peuvent se terminer par la faillite de l'entité qui a emprunté. Se trouve aussi parmi les risques la faillite des entreprises cibles, et cela constitue la perte totale pour les emprunteurs et les investisseurs.
Les risques sont liés par la rentabilité ou non de la société cible. Ils résident dans la qualité de cette dernière car si elle n'arrive pas à couvrir suffisamment les charges d'emprunt par le biais des bénéfices, les risques se présentent.

2.1/ Les risques par rapport à la rentabilité de la société cible : Non remboursement des prêts par les entreprises

Il est à noter que les sommes empruntées sont dans la majeure partie des cas des sommes colossales. Les entreprises s'endettent de plus en plus et le niveau de leur emprunt devient lourd. Les défauts de paiement se multiplient. Les experts estiment un défaut de paiement de plus de 50% des entreprises sous LBO, et ce, au cours des trois prochaines années de

l'emprunt. Pour les fonds, les plus gros acteurs disparaissent avec le temps, 20 à 40 %[5]. Le fait est que ces fonds trouvent que l'entreprise n'est pas rentable, ils arrêtent de mettre de l'argent au profit de l'entreprise, et ils préfèrent vendre leurs titres de dette au lieu de tenir la société en vie. Or, actuellement, les cessions industrielles ou financières sont presqu'impossibles.

Le défaut de paiement est dû par le fit que la société cible n'arrive pas à générer les bénéfices nécessaires pour couvrir l'emprunt.

2.2/ La faillite de la société cible en tant que risque pour les banques et les investisseurs

Comme toute entreprise, la société cible peut être exposée à la procédure collective d'apurement du passif, appelée dans l'ancien temps, la faillite. Cette procédure est actionnée lorsque l'entreprise se trouve en état de cessation de paiement, l'actif n'arrive plus à couvrir le passif. Il appartient au tribunal de commerce de décider du sort de l'entreprise. L'entreprise peut être en redressement judiciaire ou en liquidation des biens. Certes, le redressement judiciaire permet encore aux associés de la société de sauver celle-ci mais dans tous les cas, cette procédure met en péril l'intérêt des bailleurs de fonds. En cas de redressement judiciaire par exemple, la poursuite de tous les créanciers sera suspendue. Les banques seront en conflit d'intérêt avec les autres créanciers. Et même en présence de privilèges ou de toutes sortes de garanties, les bailleurs de fonds peuvent se trouver au même rang qu'un autre créancier ayant le même privilège ou derrière un autre créancier selon le rang des privilèges.

Plusieurs conditions doivent être respectées par les bailleurs de fonds en tant que créancier, et cela constitue un grand risque par rapport à l'opération LBO. Les risques sont surtout financiers et économiques.

2.3/ Les différents risques bancaires en matière de financement

[5] **Source : Le Monde**

La banque, en tant qu'entreprise, est soumise à certains risques à travers son activité surtout comme celui du LBO. On peut distinguer le risque économique et le risque financier. En tant que prêteur, elle est confrontée à des risques propres. En ce qui concerne la dette LBO, on peut distinguer différents risques mais il appartient à la banque de les mettre en exergue suivant leur importance. La banque peut être confrontée au risque de contrepartie, cas ou l'emprunteur n'arrive pas à rembourser sa dette. Mais le risque dépend de la nature des engagements. Toutefois, la constitution des garanties réduit ce risque.

On peut aussi citer le risque de marché qui est lié aux conditions du marché lorsque celles-ci poursuivent une évolution défavorable. Dans cette rubrique, on peut citer le risque de change **(Evolution défavorable du coût de devises dans lesquelles l'entité détient des créances ou des dettes**), le risque de taux **(Evolution à la hausse ou à la baisse du taux de change)**, le risque de position **(Variation défavorable du prix de l'actif détenu en portefeuille).**

Quant au risque d'insolvabilité, il concerne tout ce qui a été dit précédemment. Des risques comme le défaut de paiement ou la faillite du débiteur sont difficilement gérables par la banque.

3/ Crise et actualité

Comme il a été dit précédemment, le LBO trouve son origine aux Etats-Unis dans les années quatre vingt et il a très rapidement atteint le marché européen à cette même époque. Il a connu une très forte croissance en 2004. Puis, en 2007, il représentait jusqu'à cinq millions d'euros de fonds propres en Europe. D'après Standard & Poor's[6], le marché européen des acquisitions à effet de levier valait en 2007 cent quinze milliards d'euros et représentait trente huit pourcent du marché mondial. Jusqu'à aujourd'hui, le système du LBO a permis le rachat d'à peu près quatre mille sociétés en Europe dont la majorité exerce dans le secteur industriel. Ce type particulier d'opération convient surtout à l'acquisition de petites et moyennes entreprises dans la mesure où le LBO constitue un moyen pour le redéploiement de ces entreprises et permet aux actionnaires qui n'ont que faiblement investi de bénéficier par la suite d'importantes plus-values.

[6] http://www.standardandpoors.com

Actuellement, mille cinq cent entreprises sont sous LBO dont plus de la moitié sont en difficultés suite à la crise financière mondiale. Par rapport aux autres entreprises, celles sous LBO sont plus déstabilisées en raison du fait qu'une grande partie de leurs ressources et réserves sont affectées au remboursement des dettes de l'opération. Conséquemment, elles ne disposent plus des moyens suffisants pour faire face sereinement à la crise. Le mécanisme de l'opération de LBO fait que les fonds disponibles sont remontés à la société holding qui devient la société mère sous forme de dividendes. Cette remontée de fonds permettra à la société holding de rembourser la banque. Pour renflouer les caisses de la société cible, cette dernière peut recourir aux prêts bancaires. Cependant, la situation financière de la firme constitue pour la banque un moyen d'évaluer la rentabilité et la solvabilité future de ladite entreprise, même celles qui ne sont pas sous LBO éprouvent des difficultés à obtenir des financements de la part des banques d'où celles qui sont sous LBO et qui sont en manque de cash-flows peuvent encore moins espérer moins le concours des établissements de crédits.

Le ralentissement de l'activité des LBO a commencé à se faire sentir depuis 2008 en raison du resserrement des crédits surtout pour les LBO dont le coût dépasse cent millions d'euros. Auparavant, les banques acceptaient de financer jusqu'à quatre vingt pour cent de la valeur de la société cible ce qui n'est plus le cas actuellement. Les défaillances dans le remboursement vont affecter non seulement l'établissement financier mais tout l'ensemble du marché financier ce qui risquera ensuite d'entraîner une nouvelle crise comme celle des subprimes.

L'une des principales causes du ralentissement réside dans le fait que presque la moitié des entreprises sous LBO depuis 2007 n'ont pas atteint les objectifs de croissance qu'elles se sont proposé d'atteindre et la majorité ont effectué des remboursements non conformes au calendrier qui a été constitué lors des négociations. Les demandes de rééchelonnement des dettes sont très fréquentes en cours d'opération.

En ce qui concerne le cas particulier de la France, elle représente le deuxième marché en termes de volume dans tout l'Europe après le Royaume- Uni. Elle constitue un marché dynamique et diversifié pour les opérations de LBO et est l'un des plus matures en Europe. Il a acquis sa performance grâce à la présence d'un grand nombre de cibles potentiels auxquels peuvent s'intéresser aussi bien les investisseurs internationaux que nationaux. En 2007, le

marché français valait vingt deux milliards d'Euros[7] soit vingt pourcent du marché européen en termes de volume global des opérations conclues.

Au niveau industriel, le marché français est très diversifié. Le domaine de la construction regroupe vingt deux pourcent des transactions en volume, dix huit pourcent pour la télécommunication et treize pourcent en ce qui concerne la distribution. Les domaines de l'agroalimentaire ainsi que de l'industrie manufacturière ne représentent qu'une petite partie du marché en termes de transactions.

Par rapport au fonctionnement du LBO même et à la hiérarchisation des créancier compte tenu du caractère et de l'importance des contributions financières, l'évolution du marché a fait que le recours aux services de la banque est devenu impératif quel que soit le type de LBO. La dette bancaire est généralement remboursée après les prêts d'actionnaires et la dette mezzanine

Normalement, les LBO débouchent sur la vente de l'entreprise à une autre entreprise une fois les emprunts remboursés. Cependant, certains LBO se dénouent au travers d'une nouvelle opération de LBO, qui associe en général les dirigeants en place à de nouveaux investisseurs. Actuellement, en effet, de plus en plus de LBO se dénouent par une nouvelle opération de LBO, qui devient une autre voie de sortie d'un LBO. On parle alors de LBO secondaires. Le nombre des deuxièmes rachats ou LBO secondaires a considérablement crû surtout depuis 2000. Il s'agit des cas où les entreprises cibles sont vendues à une autre société de capital investissement. Un LBO secondaire implique que l'entreprise qui en fait l'objet dégage de nouveau des liquidités importantes, après avoir fait face aux obligations de la première opération, pour assurer le remboursement des nouveaux emprunts. La cible doit encore présenter un potentiel de développement. Le LBO secondaire apparaît donc comme un outil performant de déblocage d'un LBO mais il faut noter que les effets de levier sont moins forts dans un deuxième LBO, parce que l'endettement est plus limité.

Deux phénomènes sont principalement à l'origine des LBO secondaires. Dans un premier temps, les introductions en bourse restent aléatoires pour les petites capitalisations, ce qui conduit les sociétés en LBO à renoncer à la modalité de sortie normale d'un LBO. D'autre

[7] http://www.standardandpoors.com

part, la sortie de LBO par une vente à un repreneur industriel n'est pas toujours plus aisée, les industriels se retrouvant souvent moins offrants que les financiers.

Plusieurs renouvellements de l'opération LBO présente cependant certains inconvénients. Il faut savoir que la croissance des taux de rentabilité n'est pas infinie et une multiplication d'opération de LBO peut entraîner un accroissement du risque pour les investisseurs. Pour ceux-ci, La multiplication de LBO successifs laisse craindre avec l'accroissement de la valorisation des sociétés l'apparition d'une bulle spéculative alors qu'il n'y a pas véritablement accroissement de la valeur des actifs sous-jacents. Ce type d'opération peut placer les sociétés dans une situation de surendettement structurel.

A titre d'exemple, on peut citer le cas d'Actaris. Il s'agit d'un des leaders mondiaux dans la fabrication de compteurs et de systèmes associés dans les secteurs de l'électricité, du gaz, de l'eau et de l'énergie thermique. La société bénéficie d'une très grande part qui est de l'ordre de vingt à trente pourcent suivant les secteurs sur le marché mondial et elle s'appuie sur une base très diversifiée de clients. Montagu Private Equity a conclu un accord en vue de céder pour un montant resté confidentiel sa participation dans Actaris à LBO France, nouvel actionnaire majoritaire qui est associé au management de la société.

Au cours de deux années de coopération fructueuse avec Montagu Private Equity, Actaris a poursuivi avec succès sa stratégie visant à se recentrer sur ses activités de base, rationaliser sa base de coûts, et dynamiser son activité commerciale grâce au lancement de différents produits innovants à forte valeur ajoutée, et à l'expansion de son réseau de distribution international. Actaris a ainsi renforcé ses parts de marché et a enregistré une croissance soutenue de ses résultats. En 2004, Actaris a généré un chiffre d'affaires de six cent cinquante millions d'Euros. Le groupe emploie plus de six mille personnes dans plus de trente pays en Europe, en Amérique du Sud et en Asie. A l'issue de la transaction, l'équipe de direction d'Actaris est restée inchangée garantissant la continuité de la stratégie qui a fait le succès du groupe. Cette opération est un LBO secondaire dans la mesure où LBO France redevient actionnaire majoritaire de l'une de ses précédentes participations.

Il est à préciser qu'outre les LBO secondaires, des LBO tertiaires voir même quartenaires sont également concevables. Le système de base est le même, la sortie consiste à substituer aux actionnaires financiers d'origine de nouveaux investisseurs financiers grâce à une nouvelle opération LBO.

PARTIE III / Les solutions appliquées par les bailleurs de fonds pour alléger le poids du LBO sur leur portefeuille bancaire

A/ Les stratégies courantes employées par les banques et les investisseurs non bancaires

Lorsqu'on parle de fonds, on ne parle pas seulement des institutions comme la banque et les compagnies d'assurance (investisseurs institutionnels), il s'agit également et surtout des investisseurs financiers qui mettent des capitaux dans la création du holding et peuvent tout perdre en ces de faillite de la cible. Rappelons que les banques offrent des prêts pour le rachat de l'entreprise cible, les investisseurs financent la création de la société holding pour servir de garantie aux banques et financent tout le long du projet. Les solutions concernent donc en même temps les banques et les investisseurs de capitaux. Ces derniers rencontrent plus de risques que les premiers.

Les risques et les difficultés sont donc certains en matière de financement sous LBO. Les plans d'affaires peuvent échouer et engendrer des pertes pour les prêteurs, qu'il s'agisse des investisseurs financiers que des investisseurs institutionnels. Pour la banque, la dette risque de ne pas être remboursée totalement ou partiellement. Pour les investisseurs financiers, les capitaux investis dans le holding peuvent être perdus en totalité. Ainsi, les solutions devraient être des solutions préalables afin d'éviter ou du moins, réduire les risques encourus par ces prêteurs. Pour ne pas être victime d'une perte importante et pour assurer le remboursement de la dette, les fonds peuvent opter pour les techniques de suretés, les techniques financières et les clauses contractuelles.

1/ Analyse de la situation de la cible et les recours aux techniques de suretés

Avant de faire une analyse des différentes suretés pouvant être utilisées par les banques, il serait nécessaire pour chaque bailleurs de fonds de faire une analyse préalable de la situation de la cible. Cette analyse permet de déterminer à l'avance si le prêt vaut le coût. En fait, si le plan d'affaires échoue, les prêteurs auront du mal à être remboursés totalement, il y aura une perte au niveau de leur portefeuille. Par contre, si l'opération est réussie, il y aura du gain. Donc, cette analyse fait partie des garanties préalables devant être prises en compte par les prêteurs.

Ensuite, les garanties sont les suretés. Actuellement auprès des différentes banques, chaque prêt est accompagné d'une garantie comme le nantissement, le cautionnement ou l'hypothèque. Dans le cas ou les industriels (ceux qui sont propriétaires de l'entreprise cible) n'arrivent pas à rembourser leur dette, leur patrimoine, que ce soit des meubles ou des immeubles peut constituer la garantie du remboursement.

1.1/ Analyse préalable de la cible par les fonds : probabilité de réussite de l'opération

Avant tout investissement et avant tout financement, les bailleurs de fonds se doivent de vérifier d'abord si la cible serait rentable dans l'avenir, si l'opération LBO permet de générer des taux d'intérêts conformes au prêt, si l'investissement fait pour la création de la société mère aboutira à des bénéfices. L'analyse préalable de la situation de la cible permet ainsi de connaître la probabilité de réussite de l'opération. Lorsqu'il n'y a pas d'échec, il y a des avantages et il n'y aura pas de faillite. Cette analyse porte essentiellement sur la situation financière, le patrimoine, l'activité, les résultats et les perspectives de la cible. Il s'agit d'une mesure de précaution.

Les analyses préalables deviennent de plus en plus complexes et nécessitent un autre investissement de capital. En moyenne, elles représentent 3 à 5 % du montant total de

l'opération, une somme qui ne peut être négligée. Elles portent sur presque tous les domaines : juridique, sociale, comptable.

1.2/ L'analyse juridique de la cible

Cette analyse est un préliminaire indispensable pour les fonds. Pour se faire, ces derniers entrent en relation d'affaires avec les grandes banques car ce sont ces dernières qui peuvent apporter les dossiers des sociétés cibles. L'analyse est juridique car les vérifications sont opérées par des avocats. Elle porte sur la légalité des statuts, voire même, le bien fondé des différents brevets qui conditionnent l'activité de la société. Par exemple, une société qui œuvre dans l'agriculture biologique doit disposer des certifications ou des brevets enregistrés, une part importante de ses actifs. La vérification doit porter sur l'existence et les légalités de ces brevets, s'ils sont absents, l'investissement n'aurait pas intérêt à avoir lieu. Cette analyse peut aussi concerner les marques des produits de la société, sa situation sur le marché.

1.3/ L'analyse sociale de la société cible

Avant le rachat et avant tout financement par les investisseurs, les contrats en cours, en particulier les contrats de travail doivent être analysés. Cela permettrait de connaître dès le départ la mise en œuvre du management au sein de la société cible. Une analyse sociale peut coûter jusqu'à 100 000 euro pour les investisseurs, un investissement préalable très important.

1.4/ L'analyse comptable de la société cible

Cette analyse permet le contrôle de la gestion des risques pouvant être encourus par les fonds. Certains spécialistes sont appelés pour l'étude en plus des gérants de fonds, comme les fiscalistes spécialisés et les professionnels en environnement.

Ce sont les bailleurs de fonds anglo-saxons qui ont commencé à devenir très exigeants en ce qui concerne cette analyse. La vérification porte essentiellement sur les provisions pour risques et pour charges, il s'agit de s'assurer qu'elles ont été comptabilisées. Cette vérification permet de trouver une solution préalable à une difficulté future déjà envisagée ou déterminée.

Entrent en ligne de compte les différents audits comme les audits comptables et des audits fiscaux. L'étude porte sur les impôts, les polices d'assurance, ….
L'analyse peut libérer les fonds des mauvaises surprises, celle ci est nécessaire même si elle engendre des coûts d'investissements élevés, plus de 5% du montage.

2/ Les techniques de suretés utilisés par les banques : garanties du remboursement

Sur le plan juridique, on peut distinguer les suretés réelles et les suretés personnelles en matière de garanties de tout prêt, cette garantie porte directement sur une chose qui appartient au débiteur. Les banques, pour garantir le remboursement de leur dette, exigent une ou plusieurs garanties en fonction de la valeur du prêt. Cette garantie doit couvrir la dette. De nos jours, les banques optent de plus en plus pour les suretés. Lors du prêt, le débiteur se trouve dans l'obligation de fournir une garantie qui sera acquise par les bailleurs de fonds, dans le cas ou ce débiteur est défaillant. Les banques seront remboursées par les sommes qui sont acquises lors de la réalisation du bien (vente aux enchères) au grand public, dans le cas ou il s'agit de suretés réelles.

En France, la loi de finance 2011 a introduit de nouvelles contraintes pour les LBO, une modification a été apportée sur l'art 212 du Code général des impôts qui stipule actuellement : **« *les intérêts qui rémunèrent des sommes laissées ou mises à disposition dont le remboursement est garanti par une sûreté accordée par une entreprise liée au débiteur, ou par une entreprise dont l'engagement est garanti par une sûreté accordée par une entreprise liée au débiteur* » et cela « *à proportion de la part de ces sommes dont le remboursement est ainsi garanti* ».** Le but du législateur étant d'éviter au préalable la sous capitalisation. Une entreprise sous capitalisée est une entreprise qui dispose beaucoup de passifs que d'actifs. Les suretés constituent des garanties dans le cas ou la cible n'arrive plus à rembourser en raison de la sous capitalisation.

Les suretés personnelles et les suretés réelles constituent toutes les deux des garanties pouvant être utilisées par les bailleurs de fonds vis-à-vis de ces débiteurs pour garantir leurs dettes. Les suretés personnelles sont des suretés qui tiennent compte de la considération de la personne comme les cautions, les garanties autonomes, les lettres de confort,…

Les suretés réelles quant à elles portent directement sur une chose : des biens immobiliers et des biens mobiliers. Concernant ces dernières, la valeur du bien doit couvrir le montant de la dette. Lorsque le bien n'existe pas encore au moment de la constitution de la garantie, sa valeur est estimée au moment de cette constitution. Le nantissement fait partie des suretés les plus usités par les banques, les actions de la cible sont garanties en nantissement à 100%. De même, la banque peut exiger du débiteur une inscription hypothécaire sur un immeuble de celui-ci par exemple.

On peut considérer aussi que les investisseurs sont les garants de l'entreprise cible auprès des établissements financiers et les banques.

3/ Le recours à des techniques financières

Afin d'alléger les risques de l'opération, son poids, les bailleurs de fonds appliquent des techniques financiers comme la syndication et la titrisation.

3.1/ La syndication

Par définition, la syndication est l'opération par laquelle un prêt est consenti par un syndicat de plusieurs banques à un emprunteur. En matière de LBO, lors du rachat de l'entreprise cible, les acheteurs font des prêts qui peuvent être énormes. La banque ne veut pas prendre le risque de supporter tout seul tous les risques pouvant se présenter. Ainsi, plusieurs banques s'unissent pour financer le montant du prêt. Dans la syndication, une des banques joue le rôle de bookrunner, c'est-à-dire, prend la tête du syndicat.

Il est à noter que les crédits syndiqués ne sont pas en fait des titres mais un emprunt émis par une entreprise et souscrit par plusieurs banques. C'est l'entreprise emprunteur qui choisit la banque qui va structurer l'opération ces banques réaliseront généralement une prise ferme de l'intégralité du crédit qu'elles syndiqueront par la suite. Les termes du crédit sont élaborés par la banque choisie et l'entreprise. En même temps, une stratégie de syndication sera choisie par la banque et l'entreprise, le choix des banques qui vont composer le syndicat. Les banques invitées auront la faculté d'adhérer ou non à la syndication, et une fois le nombre des banques déterminé, une documentation juridique est élaborée.

Ce système peut constituer des garanties supplémentaires pour les banques puisque les risques seront partagés entre toutes les banques du syndicat. Toutefois, la syndication n'est pas très rémunératrice pour les banques mais il appartient à chacune de décider.

3.2/ La titrisation

La titrisation est utilisée par les banques pour réduire les risques encourus. A l'origine, la titrisation a été utilisée pour refinancer une partie des encours des établissements de crédit. En d'autres termes, les prêts ont été transformés en titres négociables.

En fonction de la qualité des garanties de chaque crédit, des prêts immatériels et des encours de crédits immobiliers sont sélectionnés. Les crédits sont regroupés afin de diviser les risques, dans une société ad hoc qui les acquièrent. La société se finance par l'émission des titres qui sont souscrits par les investisseurs. Cette entité perçoit les flux de remboursement sur les créances achetées aux banques et les flux d'intérêts pour les reverser aux investisseurs par le biais du paiement d'intérêts et du remboursement de leurs titres.

En matière de LBO, les titres de la société holding constituent les garanties des établissements de crédit et des bailleurs de fonds. La titrisation porte essentiellement sur les créances de la cible et/ou sur ses stocks si ceux-ci disposent d'un marché propre.

4/ Insertion de clauses contractuelles en tant que garanties

Les clauses contractuelles constituent un autre moyen pour les bailleurs de fonds de préciser les conditions du contrat complémentaires à celles qui sont déjà de droit. Les clauses contractuelles consistent en un accord entre les parties, le créancier et le débiteur, sur une ou plusieurs dispositions du contrat. Ces clauses sont destinées à protéger l'une des parties mais en général, ces clauses sont confectionnées en faveur du créancier. Elles sont utilisées par les bailleurs de fonds pour limiter les risques encourus dans le financement sous LBO.
Il existe plusieurs types de clauses contractuelles pouvant être insérés dans le contrat de financement mais nous ne citerons que quelques unes, les plus usités dans le domaine.

4.1/ La clause de garantie d'actif et du passif

Des investisseurs comme des banques en tant que fonds apportent une grande partie de leurs capitaux dans l'acquisition de la société, et ce, à travers la création de la société mère. Les investisseurs font partie de la partie acquéreur. Dans la mesure où l'intérêt de l'acquéreur est préservé, l'intérêt des grands institutionnels l'est aussi, du moins pour la réduction des risques à l'égard de tous ceux qui ont en un intérêt dans l'opération LBO.
Ainsi, la garantie d'actif et du passif (GAP) constitue une clause qui permet de sauvegarder chaque intérêt.

L'opération LBO est une sorte d'opération de fusion-acquisition, la GAP limite les risques qui peuvent se rattacher à la société cible. Par définition, la GAP est un contrat conclut entre le vendeur et l'acheteur par lequel ce dernier garantit que les éléments comptables, valeur de la société cible, sont authentiques. Cet accord est acquis dès la négociation. Au cas où des problèmes concernant l'actif et le passif apparaissent avant l'acquisition, le vendeur se trouve dans l'obligation d'indemniser l'acquéreur à hauteur du manque comptable non révélé.
Avec cette garantie, l'acquéreur est protégé totalement des dettes non déclarées de la cible par l'acquéreur. Le montant de son indemnisation pourra remonter jusqu'à la totalité des dettes non déclarées même si le montant de ces dernières est supérieur au prix de cession. Dans ce cas, le cédant est contraint d'une manière que ce soit de tout déclarer au moment de l'évaluation de la société. De plus, les cédants sont responsables indéfiniment et solidairement envers l'acquéreur, sauf clause contraire.

D'une autre côté, les cédants ont le droit de mettre une obligation d'information (en tant que clause) dans la garantie pour qu'ils puissent être avertis dès que possible de tout éventuel événement qui pourrait déclencher l'application de la garantie. Dans le cas contraire, les cédants ne peuvent pas reprocher à l'acquéreur de ne les pas avoir prévenus à l'avance.

Les parties fixent librement la durée d'application de la garantie, en tout cas, elle porte sur l'année en cours et les trois à cinq années qui suivent. Concernant le montant de l'indemnisation, il n'est pas limité mais lorsque son plafond est supérieur au prix de cession, on parle de garantie de passif. Dans un autre cas, on parle de clause de garantie.

En plus de la garantie en tant que telle (GAP), l'acquéreur exige d'autres « garanties pour la garantie ». Les investisseurs exigent parfois des garanties comme les cautions bancaires et la compensation en cas de paiement échelonné du prix de cession. L'avantage présenté par cette technique permet à l'acquéreur d'être rassuré pour une éventuelle indemnisation et pour le cédant de se dégager de la garantie.

4.2/ Les autres clauses utilisées par les bailleurs de fonds pour assurer leur « returns »

Les précautions prises par les bailleurs de fonds se multiplient pour réduire les risques et pour assurer leurs « returns ». On peut parler ainsi des clauses qui constituent des garanties morales pour les banques investisseurs et prêteurs, en dehors des surets réelles et personnelles.

En premier lieu, on peut parler de la clause de « non fault » qui touche l'équipe de gestion placée par les investisseurs. La crainte de ces derniers porte sur leurs compétences. Cette clause offre aux investisseurs la faculté de licencier l'équipe de gestion en cas de défaillance en matière de compétence. Il n'y aura pas faute des investisseurs dans ce cas. En fait, les bailleurs de fonds appelés commanditaires attendent un effort en pourcentage élevé de la part des sociétés cibles. C'est de par ce recouvrement des sommes investies (visibles dans le haut de bilan) et par la livraison d'un meilleur TRI par les gestionnaires que les institutionnels jugent leur capacité.

En second lieu, la clause d'ownership fait partie de ces garanties morales : ownership clause ou maintien de l'actionnariat. Cette clause permet à la banque de s'assurer de la structure de l'actionnariat de manière à ce qu'elle ne puisse être modifiée sans accord préalable de celle-ci. Cette clause est requise par la banque dans le cas ou l'accord du crédit a été accordé en partie en raison de la notoriété des actionnaires.

Ensuite, la banque peut insérer une clause appelée : mandat hypothécaire qui sera rédigé devant notaire pour recevoir authentification. Ce mandat permet à la banque de réclamer une inscription hypothécaire au moment ou elle juge utile, l'autorisation du débiteur n'est pas obligatoire.

La banque peut aussi faire signer les emprunteurs ou les bénéficiaires du financement un acte sous seing privé appelé : promesse d'hypothèque. Le débiteur promet d'inscrire une hypothèque en faveur de la banque dans le cas ou ce premier ne respecte pas certaines conditions de l'ouverture de crédit ou si au milieu d'exercice, la faculté de remboursement est remise en question.

La banque peut aussi insérer une clause par laquelle les emprunteurs (associés de la société cible) n'ont pas le droit d'aliéner ni d'hypothéquer certains biens immobiliers leur appartenant qu'avec son autorisation expresse.

Ila arrive aussi que les associés de la société cible n'investit que le minimum pour compléter le capital social de celle-ci, et cela présente un risque pour la survie de la société. Entre eux, les associés font une remise d'avances rémunérées à taux fixe. La banque intervient en les faisant signer un engagement de non-retrait de ces avances ; les associés n'auront pas le droit d'en être remboursés que lorsque leur engagement envers la banque aura pris fin.

Une clause célèbre est aussi mise en œuvre dans un financement sous LBO, celle de la clause pari passu. Selon l'auteur Vernimmen : Le pari passu est une clause qui oblige l'entreprise à faire bénéficier le prêteur de toutes les garanties supplémentaires qu'elle sera amenée à donner lors de crédits futurs de même rang.

D'autres clauses peuvent être insérées dans le contrat tant que celles-ci sont ne sont pas contraires à l'ordre public et conformes aux bonnes mœurs, comme la « negative clause pledge », l'assurance homme clé, …

B/ Les stratégies spécifiques des banques face aux risques du LBO

Pour la gestion de leur portefeuille, les banques ont des stratégies spécifiques pour réduire les risques engendrés par l'opération LBO, du moins pour les banques françaises. Dans ce cas, il existe trois stratégies :

-soit elles optent pour la stratégie de « *portfolio* », un modèle par lequel les banques conservent la majorité des prêts dans son bilan. La banque, en même temps, recherche des

revenus d'intérêts relatifs à la détention de la dette dans le bilan, et ce, en plus des commissions normalement perçus.

-soit elles optent pour le modèle dit de « *capital turnover* ». Les banques ne conservent les prêts octroyés que pour très peu de temps dans son portefeuille (le temps de leur cession sur le marché : syndication ou cession). Ce qui intéresse la banque est surtout les commissions qui sont générées par cette stratégie (arrangement ou syndication).

-des banques utilisent aussi une stratégie qui prend en compte les deux modèles précités, c'est le modèle « balaced »

L'emploi de ces stratégies est différent selon la banque, cela dépend de la taille de la banque. Les banques de taille moyenne optent plutôt pour la stratégie de « portfolio » et les grandes banques pour la stratégie « balanced ».

CONCLUSION

En somme, le LBO est une opération qui nécessite beaucoup de vigilance de la part de tous les acteurs qui entrent en ligne de compte. Pourtant, elle reste la technique la plus utilisée pour le rachat de l'entreprise malgré la crise qui s'était passé en 2007. Les banques françaises se sont relevées avec succès après cette crise et le financement sous LBO repart avec une vitesse considérable.

La structure financière du LBO est différente de la théorie classique utilisée en finance par laquelle les risques dans son ensemble sont prévisibles et couverts. Les fonds propres utilisés par les banques ne permettent pas de couvrir les risques dans leur ensemble. C'est la grandeur de cette opération qui ne permet pas aux banques de couvrir les risques totalement avec les fonds propres. Mais c'est ce qui fait de ce montage un montage original différent des autres modes de financement.

De par le fait que les risques ne peuvent être couverts, les bailleurs de fonds comme les banques doivent investir pour réduire au max les risques qui pourraient endommager leur portefeuille. Ces investissements sont consacrés principalement à des analyses financières spécifiques, des audits nécessitant l'intervention de plusieurs professionnels, l'insertion de différentes clauses dans le contrat et la constitution des suretés pour assurer le remboursement de la dette.

Dans l'opération LBO, les difficultés qui se rattachent à la dette peuvent détruire la valeur même de la société cible. Dans le cas contraire, elle peut aboutir à des profits, des intérêts ou des bénéfices tant pour les investisseurs non bancaires que les établissements de

crédit. Le portefeuille des bailleurs de fonds, quoi qu'ils soient, est conditionné par la réussite de la société cible, le but étant de tirer profit de l'investissement. Puisque l'opération présente des impacts sur le portefeuille des fonds, la gestion et la politique de la cible leur permet de réduire les risques. Chaque acteur de l'opération dispose de son propre intérêt même les dirigeants de la société cible. Le fait est que l'opération procure des perspectives d'évolution et de gains financiers rapides que peu d'opérations de haut bilan permettent.

L'impact du LBO sur le portefeuille bancaire des bailleurs de fonds peut donc être négatif dans le cas ou les risques ne sont pas maîtrisés, mais peut aussi être positif dans le cas ou la société cible évolue, génère des bénéfices et rentables. Il appartient aux bailleurs de fonds de maîtriser son portefeuille, de savoir à quel moment il faut investir, de prévoir à l'avance si le financement en vaut la peine. Un meilleur résultat est possible s'il existe une bonne association entre le management du projet et son investissement. Economiquement, l'opération a un impact majeur en termes de marges et de chiffres d'affaires.

Un management de qualité permet ainsi de réussir une opération LBO, c'est un facteur de création de valeur pour toute la société.

BIBLIOGRAPHIE

-SITES WEB :
-www.wikipédia.fr
-www.vernimmen.net
-www.bfinance.fr
-www.eye.com
-www.eye.fr
-www.nber.org

-ARTICLES :
-"Le leverage buy-out", *Banque & Marchés*, n°32, janvier - février 1998, p.53-58
-"Le marché français des LBO, LMBO, RES : après le développement, la maturité", *Fusions et Acquisitions*, n°47, juin 1993, p.31-41
-« Rachat d'entreprise avec endettement (LBO et MBO), motivations micro-économiques, effets sur l'efficacité des entreprises et risques macro-économiques », Patrick Artus, *Economie et prévision*, 1992
-« Les risques liés au LBO : la fusion de la cible et du holding », *Revue des sociétés*, 1996-10/12, n°4, p747-768.
-« La performance des sociétés cibles dans les opérations de LBO : étude du marché français », Anne-Laure Le NADANT, *Analyse financière*, n°116, pages 67 à 85, septembre 1998
-**AFIC (2003),** « LBO et développement de l'entreprise en France ».

-OUVRAGES :

-THOUMIEUX, *Le LBO. Acquérir une entreprise par effet de levier*, Economica, Paris, 1996.

-PAOLI-GANIN Vanina, LALANDE Véronique de, *Le Capital-Risque. Acteurs, pratiques, outils*. Actua Entreprise, Gualino Editeur, Paris, 2000

-DELFOSSE Alain, *Holdings et reprise d'entreprise : LBO et LMBO, rachat par les cadres*

-Brossier A., Lebas-Compostel N., L'utilisation du mécanisme de titisation dans les opérations de financement par LBO ou securitization buy-out , Etude du club Finance internationale, HEC, N°43, Décembre 2000

-**Wright M., (2002)**, « Le capital-investissement », *Revue française de Gestion*, 2002/5, n° 141, p. 283-302

-Leland H., "Agency costs, risk management and capital structure", Journal of Finance, août 1998, n°4, vol. 53, pp. 1213-1243.

GLOSSAIRE

AFIC : L'Association Française des Investisseurs en Capital (AFIC), créée en 1984, est un organisme professionnel d'investisseurs en capital, régi par la Loi de 1901. L'AFIC est également membre de l'AFECEI (Association Française des Établissements de Crédit et des Entreprises d'Investissements) depuis 2002.
L'AFIC regroupe 195 membres, dont la plupart des structures de capital-investissement installées en France :
- Sociétés de Capital Risque (SCR*)
- Sociétés de gestion de Fonds Communs de Placement à Risque (FCPR*)
- Sociétés de gestion de Fonds Communs de Placement dans l'Innovation (FCPI*)
- Sociétés de gestion de fonds de fonds
- Sociétés de conseil pour la France de Fonds internationaux

Ses 79 membres associés conseillent les investisseurs et les entrepreneurs dans le montage et la gestion de leurs partenariats. Elle a pour objectif la promotion des métiers du *private equity**. Son pendant européen est l'EVCA*.
BIMBO (Buy-in management buy-out) : opération de rachat d'une entreprise avec les managers de l'entreprise **et** un repreneur externe par recours à l'endettement

Business Plan : Plan de développement stratégique de la société sur 3 à 5 ans avec commentaires détaillés dans les domaines commerciaux, concurrence, produits, techniques, moyens de production, investissements, hommes, informatique, financiers… Il est

indispensable à la valorisation de la société par actualisation de ses *cash flows** futurs estimés au coût du capital.

Capital Risque : adaptation française de *venture capital* anglo-saxon. Concerne les activités de financement d'entreprises en création ou en phase de démarrage (seed*). Le capital-risque implique un investissement dans une société présentant des risque mais promettant une forte croissance : le rendement généralement attendu est de 40% à 50% par an.

Création de valeur : La création de valeur est l'objectif de toutes les opérations financières. Plusieurs indicateurs permettent de mesurer la création de richesse produite.

Effet de levier : technique qui permet d'accroître la profitabilité de la firme en recourant à l'endettement. Il est égal à la rentabilité financière ou ROE.
Formule de l'effet de levier = ROCE – L (ROCE - K_i)
Avec :

• ROCE : Return on capital employed*

• Levier : Dettes/Capitaux propres

• K_i : coût de la dette

• ROCE-K_i : taux de profitabilité

Bien sûr, si le taux de profitabilité devient négatif, l'effet de levier se mue en effet de massue ! Dès lors la rentabilité financière devient inférieure à la rentabilité économique.

Equity : fonds propres

Garantie d'actif et de passif (GAP). Rep's and warranties en anglais. Document juridique qui confère à l'acquéreur des garanties sur ce qu'il achète et une indemnisation financière en cas de préjudices (environnementaux, fiscaux…). La GAP est donc un complément indispensable au contrat d'acquisition. Ces GAP sont une donnée incontournable de toutes les opérations de M&A et donc de LBO.

ANNEXES

Annexe 1 : **Liste des principaux fonds de LBO internationaux**

ABN AMRO Capital	Candevor	LCF Rothschild PE
Activa Capital	Chaterhouse Development	LBO France
Advent	Capital	MBO Partners
Alpha Groupe	Chequers	Montagu (ex-HSBC PE)
Apax Partners	Cinven	Natexis
Asorg Partners	CDC Equity Capital	PAI Management
Atria	CDC Ixis PE	Perfectis Private Equity
AXA Private Equity	CPR Private Equity	Permira
BC Partners	CVC Partners	PPM Ventures
Bain Capital Partners	Doughty Hanson	Royal Bank of Stocland PE
Barclays Private Equity	Duke Steet Kapital	Société Générale PE
Bridgepoint Capital	Eurazeo	Vestar
Butler	Goldman Sachs PE	Wendel Investissement
Carlyle Group	KKR (Kohlberg Kravis Roberts)	3i Gestion

Annexe 2 : **Détails des principales levées de fonds faites en Europe 2002/ 2003**

Société	Fonds d'investissement	Montant M€	Positionnement	Géographie	Investisseur
Cinven	Third Thinven Fund	4300	LBO de grande taille	Europe	Une centaine de souscripteurs dont 55% en Europe
Candover	Candover 2001 Fund	2700	LBO de grande taille	Europe Continentale (50%)	110 souscripteurs institutionnels
Bridgepoint Capital	European PE Fund	2000	Mid-Market	Europe	Investisseurs institutionnels
PAI Management	PAI Europe III	1816	LBO de grande taille	Europe	BNP Paribas (250M€) ; Investisseurs Institutionnels
Barclays PE	Barclays PE Europe Fund	Premier closing 1200	Mid-Market	Europe	Barclays (545M€) ; 16 investisseurs institutionnels
Duke Street Capital	Duke Street Capital V	845	Mid-Market	Europe	Investisseurs institutionnels
Alpha Groupe	Alpha Private Equity Fund IV	500	Mid-Market	Europe	Investisseurs institutionnels
Chequers	Chequers Capital	300	Mid-Market	France	30 Investisseurs institutionnels
Access Capital Partners	Access Capital Fund	277	Mid-Market	Europe	Investisseurs institutionnels
LCF Rothschild Private Equity	LBO mid cap	Objectif 200	Mid-Market	France	LCF Rothschild (30M€), institutionnels, fortunes privées
MBO Partenaires	MBO Capital	120	Mid-Market	France	Investisseurs français, fonds de fonds et familles
Perfectis PE	Perfectis 1	80	Mid-Market	France	Euler-Sfac (16M€) et investisseurs européens
Activa Capital	Activa apital Fund FCPR	Premier closing 90	Mid-Market	France	Investisseurs institutionnels
Euromezzanine	Euromezzanine	400	Mezzanine	France	Investisseurs institutionnels
Chaterhouse Development Capital	Chaterhouse	Objectif 2500		Europe	Investisseurs institutionnels

Source : EVCA

Annexe 3**: Structure type de financement LBO**

Dette senior (46%)

Tranche A

Durée : 7 ans

Rémunération Euribor + 2,25%

Amortissement : Echéancier annuel

Scénario de défaut : Remboursement prioritaire

Nantissement de premier rang des titres de la cible

Tranche B et C

Durée : 8-9 ans

Rémunération Euribor + 2,75% à +3,5%

Amortissement du capital in fine

Scénario de défaut : Remboursement prioritaire après tranche A

Nantissement de premier rang des titres la cible

Second Lien (9%)

Durée : 9-10ans

Sans adossement à une dette mezzanine - rémunération Euribor + 5% à +6%

Avec adossement à une dette mezzanine - rémunération Euribor + 4% à +4,5%

Amortissement du capital in fine

Scénario de défaut : Remboursement prioritaire (id. Tranche A Dette senior)

Dette mezzanine (18%)

Durée : 8-10ans

Rémunération hybride : 10% à 15%

Avec taux cash Euribor + 5,5%

Taux capitalisé (PIK) : 5% à 6% avec bons de souscription d'actions donnant l'accès au capital à la sortie du fonds

Amortissement du capital in fine et des intérêts capitalisés in fine

Scénario de défaut : Subordination après les tranches senior

Nantissement de second rang des titres de la cible

High Yield Bond (Substitut à mezzanine)

Durée : 5-10ans

Rémunération Euribor + 8%

Intérêt cash

Montant mini : 100Meuros

PIK notes / PIK Loan (paiement in kind)

Rémunération : 17-18%

Amortissement : intérêt et capital in fine

Fonds propres et Quasi fonds propres (OC) (27%)

Annexe 4 :

Les banques rassemblent leurs dettes LBO

Une réflexion est engagée sur la mise en place d'une structure de défaisance commune aux grandes banques françaises. Elles pourraient y loger les dettes contractées pour des opérations à fort effet de levier.

Les grandes banques françaises étudieraient la création d'une structure de défaisance mutualisée et financée par elles, à qui elles confieraient leurs portefeuilles de dettes à effet de levier (LBO), rapporte ce vendredi Les Echos. Elles pourraient transformer la dette qu'elles

détiennent dans des sociétés en difficulté en participation au sein de leur capital. L'intérêt est important : Ainsi, les grandes banques françaises n'auraient plus à ajuster la valeur de ces dettes à chaque trimestre, se traduisant par des provisions considérables et à passer d'éventuelles dépréciations.

Quelque 67 milliards de créances à effet de levier ont été accordés en France en 2007, et près de 20 milliards l'an dernier. Aujourd'hui, un tiers des sociétés concernées n'arrive plus à réaliser les performances promises dans le contrat passé avec la banque (les «covenants»). Ces crédits ne bénéficient plus de la protection de la clause de sauvegarde, qui permet aux actionnaires de l'entreprise endettée de s'opposer à une entrée de ses créanciers dans son capital, en cas de non remboursement de l'emprunt. Par ailleurs, entre 30 et 35% des LBO ont fait défaut en 2008, et un tiers ne sera pas remboursé dans les deux ou trois ans à venir, selon les données publiques.

Des portefeuilles LBO importants

Certains spécialistes indiquent que les banques françaises ont moins provisionné leurs portefeuilles LBO que l'ont fait les banques étrangères à l'étranger, et ces portefeuilles sont conséquents. BNP Paribas a en effet distribué des prêts à hauteur de 8,9 milliards d'euros au niveau mondial. Le Crédit Agricole possède 6,5 milliards d'euros de créances, Natixis 300 millions de moins et le portefeuille de la Société Générale s'établit à 5,6 milliards d'euros.

La création d'une structure de défaisance présenterait plusieurs avantages pour les banques, selon Les Echos. Le premier réside en une déconsolidation de leur dette LBO, qui leur permet de réduire la consommation de fonds propres. Elles externaliseraient par ailleurs la gestion des dossiers pour lesquels la conversion de la dette en capital ne peut être évitée. Cette dernière possibilité n'est jamais retenue par les banques françaises qui redoutent d'être accusées d'immixtion. Calyon l'a déjà fait, en entrant au capital de Colonial et du CIC qui a pris des parts dans McCarthy&Stone.

En France, BNP Paribas a déjà commencé à sortir des dettes LBO de son bilan. Ainsi elle détient désormais 21,5% d'Autodistribution, précise le quotidien économique. Toutefois, «la banque de réseau n'a pas vocation à gérer des participations et à se transformer en actionnaire des sociétés», souligne un banquier spécialiste de dossiers délicats. Une structure de défaisance présente aussi des difficultés, selon les Echos. Se posent les questions de la

valorisation des actifs apportés, de la structure juridique à adopter ou encore de l'intégration de banques faiblement touchées par le sujet des LBO.

Source : Elodie Nabot

Annexe 5 :

La sortie de crise d'un LBO est complexifiée par le montage financier concerné. Il s'agit de traiter concomitamment les problèmes de la holding financière et ceux de la société fille opérationnelle, dont les sorts sont distincts mais liés. En effet, l'incapacité de la société fille (dite société cible) de faire remonter des dividendes suffisants pour permettre à la holding de faire face à ses engagements financiers, place mécaniquement cette dernière en état de cessation des paiements.
La sortie de crise doit alors être envisagée pour l'ensemble " holding-cible ".

Ce qui nous amène à distinguer deux hypothèses, selon qu'il est, ou non, envisageable de mettre en place un schéma modifié (durée, montant des échéances) de remboursement de la dette de la société holding.

- La société cible est en mesure de générer une remontée suffisante de dividendes qui place la société holding en situation de renégocier sa dette avec ses créanciers et donc de restructurer le LBO ;
- La holding peut alors, au terme d'un accord à trouver avec ses créanciers, restructurer son endettement pour le caler en fonction de la capacité de la fille, en recourant à des

outils tels que l'allongement de la durée de remboursement, une période de franchise de remboursement, une réduction du taux d'intérêt, des abandons de créances, une consolidation de dette en capital, etc.
Cette sortie de crise est donc exclue si la société cible ne génère pas à la fois un bénéfice et un cash-flow suffisant pour envisager la restructuration de la dette de la holding. A fortiori, l'état de cessation des paiements de la société cible interdit toute solution de ce type et entraîne in fine l'état de cessation des paiements de la holding.

● La société cible ne génère pas de bénéfices suffisants pour envisager de financer la restructuration de la dette de la holding, voire, la société cible est en état de cessation des paiements ;
Dans ce cas, il n'existe pas de solution de sortie de crise pour la société holding, si ce n'est l'ouverture d'une procédure collective.
● En revanche, il est parfaitement envisageable que la société cible puisse sortir de ses difficultés. Si cette sortie de crise passe par un plan de continuation, il faudra nécessairement traiter au préalable la situation de son actionnaire, soit par une cession du capital et de la dette de la holding à un tiers, soit par un abandon, aménagé ou non, des créances logées dans la holding.

Bien que paradoxale, la sortie de la crise peut également prendre la forme de la liquidation de l'entreprise.
● C'est à dire d'une solution dans laquelle l'intégralité des créanciers est payée et **les salariés sont licenciés dans le respect de la réglementation en vigueur**, cette modalité est le constat d'une impasse économique ;
● Elle ne présente pas de difficulté particulière ; ce qui n'exclut pas que l'opération fait appel à des compétences spécifiques pour se dérouler dans les meilleures conditions possibles.
● Par hypothèse, les dettes ne sont pas intégralement payées ;
● Il existe un risque de plus en plus fréquent d'action en responsabilité des anciens dirigeants, partenaires, ou actionnaires de l'entreprise.

Source : Extrait du document de l'AFIC intitulé "De la sous-performance à la sortie de crise" (page 40), relatif aux crises sur LBO