

Les caractéristiques des montages LBO en France : de fortes spécificités pour les cibles de petite ou moyenne taille

Sendes SOUSSI

Direction des Entreprises

Service de Méthodologie d'analyse des entreprises

Dans le cadre de son activité de cotation, la Banque de France collecte de nombreuses informations sur les entreprises (documents comptables, endettement bancaire, liens financiers...). L'attribution de la cotation intègre, en effet, l'examen des modes de financement des entreprises et les conditions de détention de leur capital. Ainsi, les analystes sont amenés, dans le cas d'un montage Leverage Buy Out (LBO), à apprécier la capacité de l'entreprise — la cible — à générer suffisamment de liquidité pour éteindre, selon l'échéancier prévu, la dette financière contractée pour son acquisition par sa maison mère, la holding de reprise.

De façon générale, les montages LBO appellent l'attention, car tout en étant motivés par la recherche d'un développement plus performant, à la faveur des restructurations capitalistiques qu'ils sous-tendent, ils peuvent aussi être un facteur de risque. Le suivi assuré de façon régulière de ces montages donne à ce titre des indications intéressantes, pour aider à une meilleure analyse des entreprises concernées.

Dans ce contexte, des enquêtes sont menées chaque année depuis 2009 auprès d'entreprises sous LBO, sur la base de questionnaires renseignés et instruits par les succursales de la Banque de France.

La présente étude est fondée sur deux échantillons de montages LBO, initiés à partir de 2006 : le premier, analysé en 2010, recense 187 petites entreprises, réalisant principalement un chiffre d'affaires inférieur à 7,5 millions d'euros, tandis que le second, traité en 2011, comprend 74 entreprises moyennes, réalisant un chiffre d'affaires supérieur à 30 millions d'euros.

Certes, la population de l'étude ne permet pas de viser une parfaite représentativité, mais elle fait bien ressortir certaines caractéristiques typiques de ces opérations de restructuration. Au demeurant, le nombre de LBO réalisés chaque année en France n'est pas très élevé : seulement quelques « centaines » ou « milliers » (à comparer aux 260 000 entreprises dont la Banque de France analyse les comptes), et leur taille est souvent modeste. Ils portent essentiellement sur des entreprises réalisant moins de 50 millions d'euros de chiffre d'affaires.

D'une manière générale, les petites et moyennes entreprises qui constituent l'essentiel des entités restructurées au travers de LBO s'avèrent le plus souvent plus performantes en termes financiers et plus dynamiques que la moyenne.

Mots clés : LBO, PME, groupes, activité, rentabilité, endettement, investissement, fonds propres, liquidité, *covenant*, évaluation

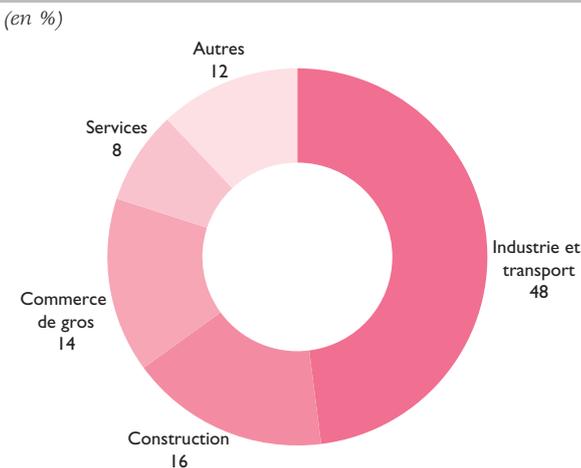
Codes JEL : E22, G34, L25

NB : L'auteur remercie J.-L. Caumes pour sa collaboration au traitement de l'enquête.

I | Caractéristiques des cibles étudiées

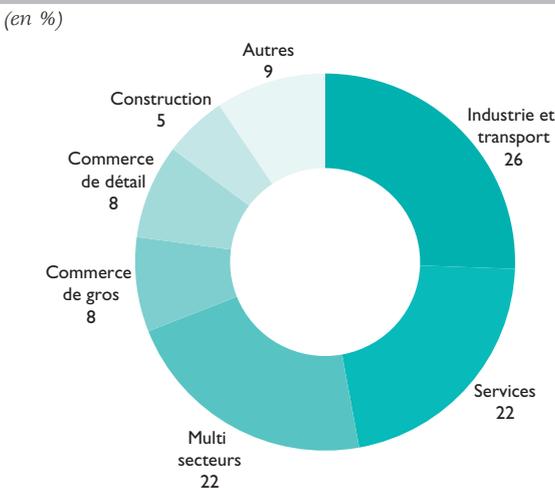
Le premier échantillon, analysé en 2010, portait essentiellement sur des entreprises cibles que l'on pourrait qualifier de petites entreprises – PE – voire de très petites entreprises – TPE – (56 % avaient un chiffre d'affaires inférieur à 7,5 millions d'euros), alors que le second, étudié en 2011, était davantage axé sur des moyennes entreprises – ME – (62 % avaient un chiffre d'affaires supérieur à 50 millions d'euros).

Graphique 1 Répartition des TPE/PE cibles de LBO selon leur secteur d'activité



Source : Banque de France

Graphique 2 Répartition des ME cibles de LBO selon leur secteur d'activité



Source : Banque de France

Les trois quarts des entreprises cibles de l'échantillon 2010 opèrent dans les secteurs de l'industrie et du transport (pour 45 % des cibles du panel), de la construction (16 %) et du commerce de gros (14 %). À l'inverse, l'échantillon de 2011 est davantage orienté vers l'industrie et les services. La répartition par secteurs des ME cibles est au final beaucoup plus proche de celle de la population globale des entreprises cotées par la Banque de France.

L'effectif médian est près de quatre fois plus important dans les ME cibles que dans les TPE/PE, respectivement 117 personnes et 34 personnes.

2 | Le profil des entreprises acquises influe sur leur valorisation...

Trois facteurs ont une incidence sur la valorisation de la cible et sur le niveau d'endettement du *holding* de rachat des ME et des PE : le secteur d'activité, l'actionnariat majoritaire et le type de LBO.

- Le prix d'acquisition de la cible et le coefficient d'endettement du *holding* de tête médians sont plus élevés dans le secteur des services, probablement en raison d'un potentiel de développement, à investissement constant, plus important. Cet écart est significatif aussi bien pour les cibles de taille moyenne que pour les plus modestes : il est perceptible lorsque l'on rapporte le prix d'acquisition de la cible à son chiffre d'affaires (CA), à son excédent brut d'exploitation (EBE) ou à son

Tableau 1 Appréciation du prix d'acquisition de la cible selon le secteur d'activité

	Par rapport		
	CA	EBE	RCAI
Secteur d'activité des cibles moyennes			
Industrie et transports (hors TRM) (a)	0,87	6,50	9,40
Services	0,84	8,80	10,70
Tous secteurs confondus	0,70	6,70	9,45
Secteur d'activité des TPE/PE cibles			
Industrie et transports (hors TRM)	0,50	4,48	5,20
Services	1,00	6,20	5,03
Tous secteurs confondus	0,45	4,60	5,30

(a) TRM : Transport routier de marchandises

Source : Banque de France

Tableau 2 Appréciation du niveau de dettes du holding selon le secteur d'activité

	Par rapport		
	CAF (a)	EBE	FP
Secteur d'activité des cibles moyennes			
Industrie et transports (hors TRM) (b)	7,00	4,78	3,20
Services	9,60	5,57	2,04
Tous secteurs confondus	6,40	4,76	2,90
Secteur d'activité des TPE/PE cibles			
Industrie et transports (hors TRM) (b)	4,00	3,00	3,00
Services	5,00	4,00	2,90
Tous secteurs confondus	4,00	3,00	3,00

(a) Capacité d'autofinancement

(b) TRM : Transport routier de marchandises

Source : Banque de France

résultat courant avant impôt (RCAI). L'écart est tout aussi visible pour le montant de l'endettement du holding de reprise.

- Lorsque l'actionnaire majoritaire du holding de tête est une personne morale, le coefficient d'endettement et le prix d'acquisition médians sont plus élevés ;
- Dans le cadre de montages LBO purement financiers¹ ou de LBO successifs, qui impliquent généralement des fonds d'investissements, le coefficient d'endettement et le prix d'acquisition médians sont plus importants, notamment pour les moyennes entreprises.

Ces deux dernières observations semblent indiquer que le prix d'acquisition est différencié selon la typologie

Tableau 3 Appréciation du prix d'acquisition de la cible selon l'actionnaire majoritaire

	Par rapport		
	CA	EBE	RCAI
Actionnaire majoritaire des cibles moyennes			
Personne physique	0,35	4,65	7,40
Personne morale	1,00	10,00	10,00
Tous actionnaires	0,70	6,70	9,45
Actionnaire majoritaire des TPE/PE cibles			
Personne physique	0,34	4,14	4,80
Personne morale	0,80	6,60	7,25
Tous actionnaires	0,45	4,63	5,30

Source : Banque de France

Tableau 4 Appréciation du niveau de dettes du holding selon l'actionnaire majoritaire

	Par rapport		
	CAF	EBE	FP
Actionnaire majoritaire des cibles moyennes			
Personne physique	3,18	2,55	2,40
Personne morale	12,00	9,00	4,15
Tous actionnaires	6,40	4,76	2,90
Actionnaire majoritaire des TPE/PE cibles			
Personne physique	3,79	2,90	3,00
Personne morale	5,77	4,65	2,49
Tous actionnaires	4,00	2,49	3,00

Source : Banque de France

de l'acheteur et que sa détermination résulterait de la combinaison de plusieurs facteurs : la position de force (ou de faiblesse) dans la négociation de l'acheteur face au vendeur, la durée de détention souhaitée, l'implication dans le management de la cible, etc.

Ainsi, le coefficient médian d'acquisition par rapport à l'excédent brut d'exploitation (EBE) pour les ME est de 6,7. Ce même coefficient ressort à 8,8 pour les entreprises de services, 10 lorsque l'actionnaire majoritaire du holding de rachat est une personne morale et 8,8 en cas de LBO tertiaire.

Tableau 5 Appréciation du prix d'acquisition selon le type de montage LBO

	Par rapport		
	CA	EBE	RCAI
LBO purement financier	1,10	8,60	10,00
LBO tertiaire	1,60	8,80	13,20
Tous LBO confondus (ME)	0,70	6,70	9,45

Source : Banque de France

Tableau 6 Appréciation du niveau de dettes du holding selon le type de montage LBO

	Par rapport		
	CAF	EBE	FP
LBO purement financier	9,75	6,25	3,70
LBO tertiaire	8,15	8,15	3,40
Tous LBO confondus (ME)	6,40	4,76	2,90

Source : Banque de France

¹ LBO purement financier : LBO où l'investisseur n'apporte que peu de nouveaux inputs (comme des réorganisations organisationnelles, des réorientations stratégiques) mais attend de la cible une maximisation des cash-flows à court terme.

Tableau 7 Prix d'acquisition médian de la cible

Médiane	TPE/PE cibles	ME cibles
Par rapport au CA	0,45	0,70
à l'EBE	4,63	6,70
au RCAI	5,30	9,45

Source : Banque de France

Les multiples médians sont plus importants pour les ME. Ils sont 1,5 fois plus élevés que ceux des TPE/PE, pour le prix d'acquisition comme pour le levier d'endettement.

En revanche, ces coefficients n'augmentent pas au sein des ME. Cette observation signifierait que le multiple d'acquisition n'est pas une fonction linéaire du chiffre d'affaires, mais résulte d'une différence d'approche entre les cibles TPE/PE d'une part, et les cibles ME d'autre part.

Le type d'actionnariat et la nature du LBO influent sur la valorisation de la cible et contribuent à ce que les multiples d'acquisition soient plus élevés pour les ME que pour les PE/TPE. En effet :

- d'une part, la taille de la cible d'un LBO a un impact sur la nature de l'actionnaire du *holding* de tête : plus la cible réalise un chiffre d'affaires élevé, plus les capitaux à mobiliser pour financer son acquisition sont importants et plus l'investisseur en capacité de les réunir a de chances d'être une personne morale ;
- d'autre part, la part plus élevée des LBO financiers ou successifs dans le cadre des ME souligne l'importance, dans les cessions de ces entreprises de l'objectif de monétisation de l'actif, c'est-à-dire la volonté du dirigeant de rendre liquide et/ou d'extérioriser la plus-value latente sur son bien industriel.

Tableau 8 Niveau de dettes médian du holding

Médiane	TPE/PE cibles	ME cibles
Par rapport au CA	4,00	6,40
à l'EBE	3,06	4,76
aux FP	3,00	2,90

Source : Banque de France

3| ...et permet de mieux qualifier la génération future de cash-flows

Une part conséquente des montages étudiés (43 % pour les ME) enregistrent une évolution favorable de leurs *cash-flows* post-montage. Cette progression résulte, selon les sondés, de trois facteurs : la progression du chiffre d'affaires (59 %), la rationalisation des charges (53 %), l'allègement des besoins en fonds de roulement (53 %). Le canal de remontée des *cash-flows* libres au *holding* de tête est prioritairement le versement de dividendes, avant l'intégration fiscale ² et la facturation des charges d'intérêts (notamment sur comptes courants d'associés).

Pour les PE/TPE, la progression de l'activité est davantage mise en avant comme nouvelle source de liquidités.

Les critères liés au secteur d'activité, au type d'actionnariat et de LBO qui justifient une valorisation plus élevée de la cible caractérisent les montages pour lesquels est observée une amélioration de la génération des liquidités post-montage :

- les entreprises cibles de l'industrie et des transports ainsi que celles des services ayant un actionnariat majoritaire mixte (personne morale associée à une personne physique) génèrent davantage de *cash-flows* ;
- la part des LBO purement financiers générant davantage de *cash-flows* est nettement supérieure aux autres types de LBO. La nature du LBO aurait donc une influence sur le mode de gestion du groupe en fonction des objectifs poursuivis à court terme.

De façon schématique, en cas de LBO financiers, les associés majoritaires (fonds d'investissements en règle générale) ont, pour l'essentiel, comme objectif de revendre à un horizon relativement proche la cible acquise en générant une plus-value, d'où la volonté de maximiser rapidement les *cash-flows* afin d'optimiser la création de valeur. Dans le cas de LMBO ³ (reprise d'une cible impliquant le management) ou d'OBO ³ (montage où le chef d'entreprise se vend à lui-même une partie de ses titres afin de réaliser son patrimoine et ainsi dégager des liquidités), la croissance des *cash-flows*

² Le principe en est le suivant : les frais financiers liés au rachat de la cible génèrent un résultat fiscal déficitaire au niveau du holding de rachat qui vient s'imputer sur le résultat fiscal bénéficiaire (en principe) de la cible. Avec un taux d'impôt sur les sociétés de 33 %, l'économie d'impôt qui en résulte correspond donc approximativement à un tiers des frais financiers générés par l'opération. En pratique, la société cible verse le montant de l'impôt correspondant à son résultat fiscal au holding de rachat qui, à son tour, règle l'impôt dû à l'administration fiscale en conservant pour son compte la différence liée à l'économie d'impôts.

³ Cf. annexe

Tableau 9 Taux d'amélioration des cash-flows selon l'actionnaire majoritaire au holding

(en %)

Actionnaire majoritaire	Taux d'amélioration des cash-flows
Mixte	69
Personne morale	13
Personne physique	19
Toutes cibles	43

Source : Banque de France

post-montage s'avère moins fréquente et serait imputable à une vision stratégique à plus long terme.

En revanche, on n'observe aucune relation entre la progression de *cash-flows* et la taille de la cible ou l'année de montage du LBO.

4| Un financement diversifié même si l'emprunt bancaire demeure prépondérant

Quelle que soit la taille de la cible, l'endettement bancaire est le financement principal du LBO. Il est présent dans tous les montages concernant les TPE/PE et dans 79 % de ceux relatifs aux ME.

Les *holdings* de ME ont davantage recours à l'endettement obligataire que celles des TPE/PE.

Cela résulte directement de l'importance des financements nécessaires aux montages de ME qui nécessitent une plus grande diversité des sources de financement qui génère une plus grande complexité des montages. Toutefois, l'emprunt obligataire, quelle que soit sa forme, s'analyse comme une ressource complémentaire au contraire des dettes bancaires qui constituent, dans la majorité des cas, la première source de financement. Le bouclage financier du montage peut également faire intervenir des comptes courants d'associés (CCA) ou un crédit vendeur ⁴.

À la date du montage, la maturité moyenne de l'endettement est légèrement inférieure pour les LBO de TPE/PE, six ans et demi contre sept ans et demi pour les ME. Le recours accru des ME à l'endettement obligataire (dont les maturités sont souvent plus longues) pourrait expliquer cette situation.

5| Certaines catégories d'entreprises cibles semblent plus exposées à la rupture de covenants

Les prêteurs demandent davantage de garanties que de *covenants* ⁵ aux montages concernant des TPE/PE. Le taux de prise de garanties ou de *covenants*, au niveau du *holding* de rachat, n'est pas fonction du

Tableau 10 Financement du montage LBO selon la taille de la cible

(part en %, maturité en années)

Type de financement	Moyennes entreprises		Petites et très petites entreprises	
	Part des montages concernés	Maturité médiane	Part des montages concernés	Maturité médiane
Bancaire	79	7,5	100	6,5
Obligataire dont (solde non déterminé) (a)	73		27	
- Convertible	64	> 7	21	7,0
- Classique	20	> 7	7	6,5
- Remboursable en FP	3		1	
Crédit vendeur	19	> 3	18	nd
CCA	8	nd (b)	32	6,5

(a) 13 % des financements obligataires n'ont pas été qualifiés.

(b) « nd » correspond à « non déterminé »

Source : Banque de France

4 Le crédit vendeur est un mode de financement à travers lequel le cédant accepte de ne pas recevoir l'intégralité du prix le jour de la cession et autorise le repreneur à payer le solde avec un décalage dans le temps défini contractuellement.

5 Covenants : clause d'un contrat de prêt qui en cas de non-respect des objectifs peut entraîner le remboursement anticipé du prêt. Le covenant bancaire dans le cadre d'une opération à effet de levier de type LBO, se traduit par l'introduction de la part du prêteur, de clauses de respect de ratios financiers afin de réduire le risque d'insolvabilité de l'emprunteur. Le ratio le plus connu est le ratio frais financiers sur résultat d'exploitation. Le covenant permet donc au prêteur d'exiger le remboursement anticipé des prêts dans la mesure où les prévisions financières de l'entreprise ne sont pas tenues et dans la mesure où la structure financière de l'emprunteur se dégrade (non respect de ratios).

Tableau 11 Taux de prise de garantie ou de *covenant* selon la typologie de la dette et de la taille de la cible

(en %)

	Dette bancaire	Dette obligataire classique	Dette obligataire convertible	Dette obligataire remboursable en fonds propres
TPE/PE				
Garanties	53	0	50	13
Covenants	24	38	0	28
ME				
Garanties	32	13	0	9
Covenants	72	40	0	34

Source : Banque de France

secteur d'activité, de la taille de la cible ou de l'année de montage. Par contre, la mise en place de *covenants* concerne davantage les opérations avec un actionariat majoritaire mixte. La crise n'a apparemment pas entraîné, jusqu'en 2010 au moins, une demande de garanties supplémentaires de la part des prêteurs.

Les montages concernant des TPE/PE semblent plus fragiles puisque plus frappés par la rupture de *covenants* même si, en pratique, cette rupture ne rend pas toujours la dette exigible. En effet, bien que seuls 25 % des financements soient subordonnés à des

covenants pour les TPE/PE, comparé à 81 % pour les ME, 35 % d'entre eux font l'objet d'une rupture contre 30 % pour les montages concernant des ME.

Un faisceau d'éléments permet d'estimer que le profil le plus exposé aux ruptures de *covenants* rejoint celui qui justifie les plus fortes valorisations et les leviers d'endettement les plus élevés, soit :

- une entreprise cible du secteur des services ;
- une entreprise cible dont le *holding* de tête a pour actionnaire majoritaire une ou des personnes morales.

Quelle que soit la taille de la cible, la rupture de *covenants* n'implique pas l'exigibilité de la dette mais sa restructuration. La principale raison invoquée pour justifier la rupture tient à une conjoncture moins favorable que prévue. La valorisation plus élevée de la cible (cf. *infra*) pourrait également être avancée, étant donné qu'elle implique un niveau d'endettement plus important et donc une prise de risque supposée plus grande.

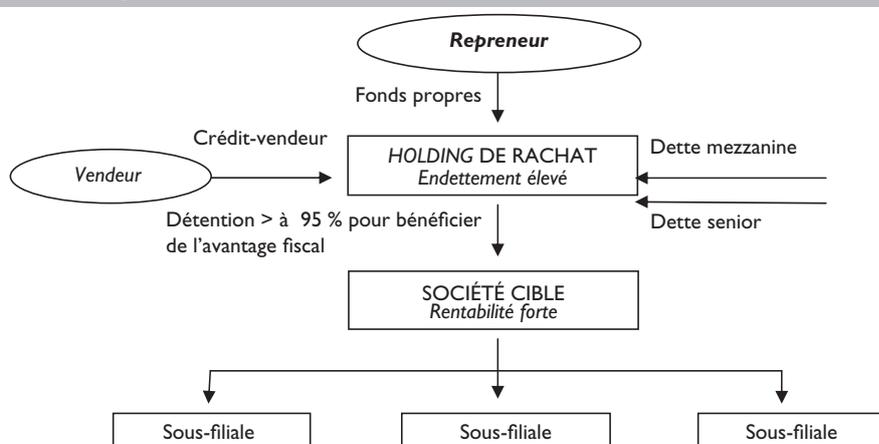
En cas de rupture de *covenant*, nos enquêtes montrent que les établissements prêteurs font le plus souvent preuve d'une attitude conciliante et acceptent plusieurs types d'aménagements (par ordre de priorités) : renégociation du *covenant*, allongement de la maturité financière, report d'annuités.

Annexe

Caractéristiques du montage LBO

Le LBO (*Leverage Buy Out*) est un montage financier qui consiste à racheter une entreprise en interposant entre le repreneur et la société cible une société *holding* qui s'endette pour acquérir la société cible. Le remboursement de la dette ainsi contractée s'effectue principalement grâce aux bénéfices dégagés par la société cible et versés à la société *holding* sous forme de dividendes.

Schéma simplifié d'une opération de LBO



{ Intervenants : - repreneur - société de capital-risque - banques	Objectifs :
	Détention du contrôle par un apport en fonds propres limité, parfois complété par un apport en compte courant
	Opportunité d'une plus-value importante à moyen terme
	Apport d'un financement avec une tarification et surtout une demande de garanties proportionnelles aux risques perçus du montage

Durée fréquente du montage : 7 à 10 ans

Les différentes appellations du LBO

Le montage LBO s'inscrit généralement dans le cadre de la transmission de l'entreprise.

Lorsque le rachat de la société cible est effectué par les dirigeants de l'entreprise, on parle de MBO (Management Buy-Out) ou de LMBO (Leveraged Management Buy-Out). Lorsqu'il s'agit de dirigeants extérieurs, prenant la responsabilité de la gestion de la cible à cette occasion, on utilise le terme de LBI (Leveraged Buy-In). Enfin si le rachat est effectué conjointement par des dirigeants internes et externes à l'entreprise, on parle de BIMBO (Buy-In Management Buy-Out). Le RES (Rachat d'entreprise par les salariés) est un cas particulier de LBO dans lequel les salariés sont les acquéreurs principaux.

Le montage repose sur le principe de l'effet de levier lié à l'endettement. Ainsi, de manière générale, la société *holding* est dotée d'un capital relativement faible au regard de l'opération. Elle présente donc une structure fortement déséquilibrée avec un endettement très lourd et des fonds propres limités.

Les mécanismes de l'effet de levier

Le LBO repose sur un triple effet de levier :

- un effet de levier juridique qui résulte de la constitution d'une société holding et de la souscription d'une partie de son capital par des investisseurs professionnels extérieurs (fonds d'investissements spécialisés, société de capital investissement). Il permet ainsi aux repreneurs d'accroître leur capacité de contrôle avec une mise de fonds initiale limitée ;
- un effet de levier financier qui repose sur l'utilisation massive de l'endettement afin d'accroître la rentabilité des fonds investis. La création d'un holding de rachat permet de faire supporter une grande partie du financement de l'opération par la société cible : la dette contractée au niveau du holding est remboursée grâce aux dividendes que la cible verse au holding ;
- un effet de levier fiscal qui résulte de l'option pour le régime de l'intégration fiscale. Ce régime permet à la société holding de se constituer seule redevable de l'impôt sur les sociétés à raison du résultat d'ensemble et, par là, d'imputer les frais financiers relatifs à ses emprunts sur les bénéfices de la société cible.

Dans la mesure où ces montages reposent essentiellement sur l'endettement, tout retournement de conjoncture ou même une simple baisse de rentabilité de la société rachetée peut remettre en cause la capacité de remboursement de l'ensemble constitué de la société *holding* et de la société d'exploitation, jusqu'à mener au dépôt de bilan. De tels montages sont donc, par nature, vulnérables. Dans tous les cas, l'importance du service de la dette risque de limiter pendant plusieurs années les possibilités d'investissement de l'entreprise, réduisant sa capacité à faire face aux adaptations et à développer son potentiel de production.

Dans la pratique, on peut considérer que les entreprises candidates idéales au rachat avec effet de levier sont les sociétés rentables sur des activités matures qui bénéficient d'une bonne visibilité sur un marché stable.