



QUELS SONT LES ELEMENTS PRECURSEURS DE LA REUSSITE D'UN LBO DE FONDS DE CAPITAL INVESTISSEMENT, ET QUELS SONT CEUX POUVANT ENGENDRER SON ECHEC ?

Par Adrian VIGNEAU et Quentin MURVIEL



MOTS-CLÉS/KEY WORDS

Banque/Bank, Gouvernance d'Entreprise/Corporate Governance, LBO/Rachat avec effet de levier, M&A/Fusion-acquisition, Private Equity/Capital Investissement

JUNE 1, 2024

Paris School of Business

Introduction à la méthodologie de recherche

Table des matières

Table des matières	1
1. Introduction	2
1.1 Présentation de l'étude	2
2. Compréhension du LBO	3
2.1 Explication du concept de LBO.....	3
2.2 Importance économique des LBO dans le contexte financier actuel	4
2.3 Présentation des différentes phases d'un LBO :	4
2.4 Les différentes variantes de LBO	5
2.5 Les effets de levier du LBO	6
2.6 Le financement des LBO	7
2.7 L'enjeu des LBO.....	8
3. Éléments précurseurs de la réussite d'un LBO.....	9
3.1 Sélection de la cible	9
3.2 Structuration du financement	10
3.3 Gestion post-acquisition.....	11
4. Éléments pouvant engendrer l'échec d'un LBO	12
4.1 Risques liés à la conjoncture économique	12
4.2 Mauvaise évaluation de la cible.....	13
4.3 Sur-endettement	14
4.4Gestion inadaptée post-acquisition	15
4.4 Incapacité à trouver une stratégie de sortie viable.....	16
5. Conclusion.....	16
Bibliographie	18

1. Introduction

1.1 Présentation de l'étude

Les LBO communément appelés Leveraged Buy-Out, sont devenus un objet d'étude particulièrement intéressant pour les chercheurs en finance. Comme le soulignent Bancel dans son article académique *Efficacité et légitimité du LBO* (2009), « les fonds de LBO incarnent pleinement la financiarisation des entreprises » car ils influencent en profondeur la gestion des firmes dont ils prennent le contrôle. Selon Jensen dans son article académique *Active Investors, LBOs, and the Privatization of Bankruptcy* (1989), ces fonds permettraient de "réaligner" les intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires, constituant ainsi un "chaînon manquant" entre différentes formes de capitalisme.

Face à cette importance des LBO dans le paysage économique et financier, la présente étude s'intéresse à identifier les éléments précurseurs de la réussite d'un LBO mené par des fonds de capital-investissement, ainsi que ceux pouvant engendrer son échec. Comme le précise Bédou dans son article académique *La gouvernance dans les LBO* (2014), « le LBO repose sur un modèle de gouvernance dont l'objectif est d'assurer le remboursement de la dette nécessaire à l'opération afin de permettre aux managers de l'entreprise ou à des managers externes d'en devenir les propriétaires ou à des fonds de private equity de réaliser une plus-value lors de sa revente ».

Pour répondre à cette problématique, nous adopterons une approche qualitative en nous appuyant sur des revues de la littérature académique existante via les ressources mise à disposition par notre établissement d'étude supérieur, avec EBSCO et JSTOR à partir des mots clés suivants : **Banque/Bank, Gouvernance d'Entreprise/Corporate Governance, LBO/Rachat avec effet de levier, M&A/Fusion-acquisition, Private Equity/Capital Investissement**. Mais également sur des sites référençant les actualités autour des marchés du LBO ainsi que des rapports d'études et d'analyse financière. Comme le souligne José-Miguel Gaspar son article *The Performance of French LBO Firms : New Data and new results* (2012), « la recherche s'est intéressée à la double question de la performance des firmes sous LBO et à celle de la rentabilité des fonds ». Nous analyserons ainsi les leviers de création de valeur mis en place par les fonds, mais aussi les risques et limites de ce modèle, en nous référant notamment aux études de Kaplan et Stein dans *The Evolution of Buyout Pricing and Financial Structure in the 1980s* (1993) et d'Axelson et al. dans *Why are Buyouts Levered ? The Financial Structure of Private Equity Funds* (2009).

1.2 Méthodologie de l'étude

Dans le cadre de notre analyse, nous allons structurer notre mémoire autour de deux axes principaux qui sont essentiels pour comprendre les dynamiques sous-jacentes aux opérations de leveraged buyout (LBO).

Le premier axe s'intéresse aux éléments précurseurs de la réussite d'un LBO. Ce volet débute par la sélection de la cible, un processus crucial qui nécessite une évaluation approfondie de l'entreprise à acquérir afin d'assurer qu'elle présente les caractéristiques appropriées pour ce type d'opération. La structuration du financement suit, étant une étape déterminante qui implique de définir la répartition optimale entre la dette et les capitaux propres. Enfin, nous aborderons la situation et la gestion post-acquisition, moments pendant lesquels une gestion

efficace et un suivi rigoureux sont impératifs pour capitaliser sur les opportunités de croissance et d'amélioration opérationnelle.

Le deuxième axe examine les éléments pouvant engendrer l'échec d'un LBO. Nous commencerons par discuter des risques liés à la conjoncture économique, qui peuvent affecter de manière significative la performance de l'entreprise acquise. Une mauvaise évaluation de la cible peut également conduire à des résultats désastreux, tout comme un niveau de surendettement excessif qui menace la stabilité financière de l'entreprise. En outre, une gestion inadaptée post-acquisition peut compromettre les gains attendus de l'opération. Enfin, l'incapacité à trouver une stratégie de sortie viable représente un risque majeur qui peut limiter les options des investisseurs pour réaliser leur investissement.

En appuyant notre analyse sur des études de cas concrets, telles que le LBO réussi de Dell en 2013 et l'échec de Toys R Us, nous pourrions illustrer comment ces facteurs clés ont été gérés et quelles leçons peuvent être tirées. Cette démarche nous permettra non seulement de comprendre les conditions de succès et les pièges à éviter, mais aussi d'explorer de manière exploratoire les perspectives de ce modèle de financement. Nous concluons notre étude en soulignant les implications de nos découvertes pour les praticiens et les théoriciens du domaine financier.

2. Compréhension du LBO

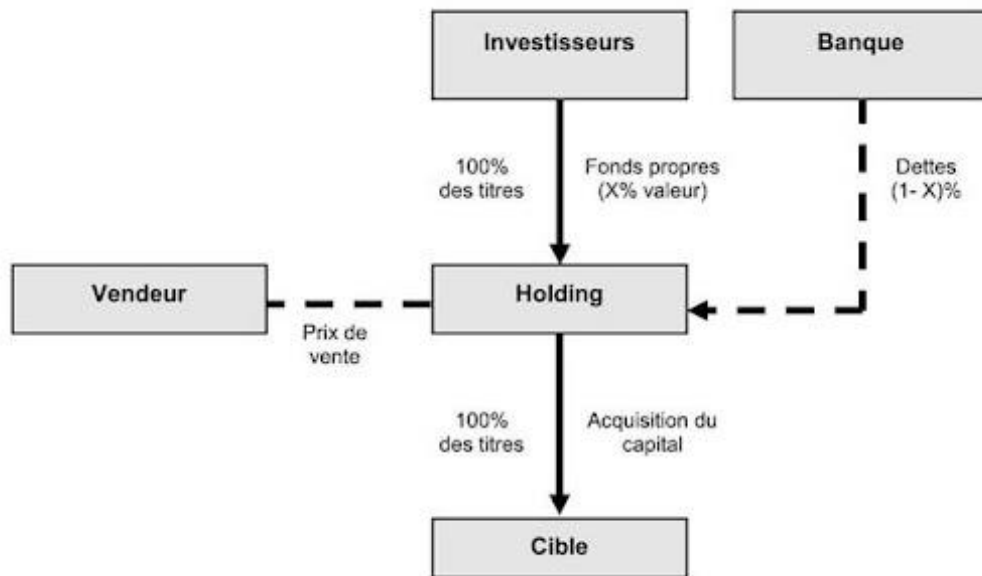
2.1 Explication du concept de LBO

L'acquisition par effet de levier (Leveraged Buy-Out ou LBO) représente une stratégie d'investissement où l'on acquiert des parts d'une société en utilisant principalement de la dette. Cette acquisition peut être majoritaire ou minoritaire, mais l'objectif reste le même : maximiser le rendement sur l'investissement tout en minimisant l'utilisation de fonds propres, afin de bénéficier de ce que l'on appelle couramment "l'effet de levier".

Dans un LBO, il est très souvent nécessaire, pour ne pas dire tout le temps, de créer une société holding, qui servira d'entité acheteuse et détiendra les actifs de la société cible. Cette structure permet de séparer les risques et de faciliter la gestion financière de l'opération.

Sur le plan fiscal, les LBO offrent des avantages attrayants. Les intérêts sur la dette contractée pour financer l'acquisition sont généralement déductibles d'impôt, ce qui réduit la charge fiscale de l'entreprise cible et peut améliorer sa rentabilité après impôts. De même, les gains en capital réalisés lors de la revente de l'entreprise peuvent bénéficier de traitements fiscaux favorables dans certaines juridictions, ce qui peut accroître encore davantage le rendement pour les investisseurs.

Cependant, cette stratégie complexe comporte des risques. L'utilisation de l'effet de levier amplifie les gains potentiels, mais également les pertes. Une planification rigoureuse est donc essentielle, tant sur le plan financier que managérial. Les prévisions financières doivent être précises et réalistes, et une gestion compétente de l'entreprise cible est nécessaire pour assurer le succès de l'opération.



2.2 Importance économique des LBO dans le contexte financier actuel

Les LBO permettent aux investisseurs d'injecter des capitaux dans des sociétés auxquelles ils n'auraient pas nécessairement accès autrement. Souvent dans des entreprises en difficulté, le but étant de les racheter et de les restructurer afin d'améliorer leurs performances et de réaliser un profit à la revente. En revitalisant ces entreprises cibles, les LBO favorisent la croissance économique en encourageant l'innovation, la création d'emplois et l'augmentation de la productivité. De plus, les LBO ont un impact significatif sur les marchés financiers en mobilisant d'importantes sommes d'argent pour financer ces acquisitions. Les émissions de dette destinées à cet effet peuvent constituer une source de revenus importante pour les banques d'investissement et les marchés obligataires. En outre, les LBO peuvent influencer les marchés boursiers en modifiant les cours des actions des entreprises cibles et en stimulant l'activité de fusion-acquisition.

2.3 Présentation des différentes phases d'un LBO :

Sélection de la cible élaboration du business plan :

La première étape cruciale d'un LBO est la sélection de la cible. Cela implique une analyse approfondie du marché, des secteurs d'activité et des entreprises potentielles à acquérir. Les critères de sélection comprennent souvent la solidité financière de la cible, son potentiel de croissance, sa position concurrentielle et sa capacité à générer des flux de trésorerie prévisibles. Cette phase nécessite une analyse approfondie du marché ainsi que des entreprises potentielles, accompagnée de la formulation d'une stratégie précise visant à maximiser la valeur de l'investissement projeté. Le business plan établi doit prendre en compte les perspectives de croissance, les défis potentiels et les stratégies d'amélioration de la rentabilité de l'entreprise cible.

Structuration du financement :

Une fois la cible sélectionnée, la prochaine phase consiste à structurer le financement de l'acquisition. Cela implique souvent l'utilisation d'une combinaison de fonds propres et de dette. Les LBO sont caractérisés par l'utilisation d'un effet de levier financier important, où une grande partie du montant total de l'acquisition est financée par de la dette. La structure de financement doit être soigneusement conçue pour optimiser le rendement sur investissement tout en minimisant les risques financiers.

Gestion post-acquisition :

Une fois l'acquisition réalisée, la phase de gestion post-acquisition commence. Cette phase vise à maximiser la valeur de l'entreprise acquise en mettant en œuvre des initiatives stratégiques, opérationnelles et financières. Cela peut inclure des efforts visant à améliorer l'efficacité opérationnelle, à développer de nouveaux marchés, à optimiser la structure du capital et à aligner les incitations des dirigeants avec les objectifs des investisseurs.

Stratégie de sortie :

La stratégie de sortie représente l'aboutissement du processus de LBO, où les investisseurs en capital-investissement cherchent à réaliser un retour sur investissement. Cette phase, planifiée dès le début de l'investissement, peut prendre diverses formes, telles qu'une introduction en bourse, une vente à un acheteur stratégique ou financier, ou encore un rachat par la direction. La sélection de la stratégie de sortie appropriée est essentielle pour optimiser la rentabilité globale de l'opération.

2.4 Les différentes variantes de LBO

Il existe différents types de LBO pour différents cas de figures, le principe reste le même mais la méthodologie, notamment managériale change. Ci-dessous les principales variantes :

Leverage Management Buy Out (LMBO) : Dans un LMBO, l'accent est mis sur la stabilité et la continuité. Les dirigeants actuels connaissent déjà l'entreprise et ont souvent une vision claire de sa direction future. En investissant dans l'entreprise qu'ils connaissent bien, ils peuvent être plus à même de prendre des décisions informées pour assurer sa croissance et sa rentabilité à long terme. De plus, la transition de propriété est généralement plus fluide, car les relations avec les clients, les fournisseurs et les employés restent inchangées.

Leverage Management Buy In (LMBI) : Contrairement au LMBO, un LMBI peut impliquer des changements radicaux dans la direction et la stratégie de l'entreprise. Les investisseurs externes peuvent apporter de nouvelles compétences, des réseaux étendus et des ressources financières supplémentaires, mais ils peuvent également rencontrer des défis pour comprendre pleinement les complexités de l'entreprise et de son marché. La réussite d'un LMBI dépend souvent de la capacité des nouveaux dirigeants à naviguer dans ces défis tout en exploitant les opportunités de croissance.

Owner Buy Out (OBO) : Un OBO peut être une stratégie attrayante pour les propriétaires d'entreprise qui cherchent à diversifier leur patrimoine et à réaliser des liquidités tout en restant impliqués dans la gestion de l'entreprise. Cependant, ce processus peut être complexe sur le plan financier et nécessite une planification minutieuse pour s'assurer que le propriétaire reçoit une juste valeur pour son entreprise tout en minimisant les risques fiscaux et juridiques.

Leverage Build Up (LBU) : Le LBU est une stratégie audacieuse qui vise à consolider la position d'une entreprise dans son secteur d'activité en acquérant plusieurs entreprises complémentaires. Cela peut permettre à l'entreprise acquéreuse de réaliser des économies d'échelle, d'accéder à de nouveaux marchés et de renforcer sa compétitivité globale. Cependant, cette approche comporte également des risques, notamment en ce qui concerne l'intégration des cultures d'entreprise, la gestion de la dette et la réalisation des synergies attendues.

Buy-In Management Buy-Out (BIMBO) : Le BIMBO offre le meilleur des deux mondes en combinant l'expérience interne avec les idées nouvelles et les ressources externes. Cette approche peut être particulièrement efficace dans les situations où une entreprise a besoin de changement, mais où il est également crucial de préserver la continuité opérationnelle. Cependant, réussir un BIMBO nécessite une communication claire, une collaboration étroite entre les différentes parties prenantes et une vision stratégique partagée pour l'avenir de l'entreprise.

2.5 Les effets de levier du LBO

Dans le cadre d'un Leveraged Buyout (LBO), quatre effets de levier distincts peuvent être identifiés : financier, fiscal, juridique et social.

L'effet de levier financier se réfère à la capacité de la société holding à rembourser la dette contractée lors de l'acquisition. Dans ce montage financier, l'objectif est de générer des plus-values à moyen ou long terme. La rentabilité de l'entreprise cible doit ainsi être accrue grâce à l'endettement, en exploitant la différence entre son taux de rendement interne et le taux d'emprunt de la holding. Pour assumer les coûts de l'opération, la société cible doit répondre à deux critères : générer suffisamment de rendement pour distribuer des dividendes à la holding et dépasser le taux d'intérêt bancaire en termes de retour sur investissement.

L'effet de levier fiscal constitue un élément crucial dans de nombreuses opérations de LBO. Il résulte de la réduction du revenu imposable de l'entreprise acquéreuse, offrant ainsi des avantages fiscaux considérables. Ces avantages se matérialisent notamment par la déduction fiscale des intérêts d'emprunt au niveau de la holding, l'application du régime des sociétés mère-fille pour neutraliser les doubles impositions et la possibilité de bénéficier du régime d'intégration fiscale pour optimiser la gestion des résultats et des pertes.

Le levier juridique est le troisième élément clé d'un LBO, permettant à l'acquéreur de prendre le contrôle de la société cible sans détenir la majorité de ses actions. En acquérant 51% du capital de la holding, l'acquéreur obtient le contrôle effectif de la société cible (soit 26% du

capital de celle-ci), ce qui réduit considérablement les capitaux nécessaires pour maintenir le contrôle.

Enfin, le levier social et humain, moins évident mais tout aussi crucial, met en lumière le rôle déterminant des repreneurs dans la réussite d'un LBO. Face aux défis financiers importants, la qualité et la motivation de l'équipe de direction revêtent une importance capitale. Les investisseurs évaluent ainsi attentivement les compétences et la cohésion de l'équipe de repreneurs, sachant que leur engagement efficace garantira le succès durable de l'entreprise acquise.

Ces différents effets de levier démontrent la complexité et la multidimensionalité des opérations de LBO, où des considérations financières, fiscales, juridiques et humaines doivent être soigneusement équilibrées pour assurer le succès à long terme de l'entreprise acquise.

2.6 Le financement des LBO

Dans le processus d'un LBO, le financement repose sur plusieurs leviers stratégiques. Tout d'abord, il est courant d'utiliser une combinaison de fonds propres et de dette senior, avec les fonds propres représentant généralement entre 30% et 50% du montant total. Ces fonds sont souvent apportés par les investisseurs ou les équipes de direction de l'entreprise cible, qui participent ainsi activement à l'opération.

La dette senior, quant à elle, est remboursable sur une période de 5 à 9 ans et est contractée auprès de banques. Elle est considérée comme sécurisée et bénéficie généralement de taux d'intérêt relativement bas. Cependant, elle reste prioritaire en termes de remboursement par rapport aux autres formes de dette. En complément de la dette senior, d'autres formes de financement peuvent être utilisées pour optimiser l'effet de levier financier. Par exemple, la dette mezzanine et le financement de « second lien » permettent de lever des fonds supplémentaires, bien que ces options impliquent souvent des taux d'intérêt plus élevés et présentent un niveau de risque accru pour les prêteurs. Les High Yield Bonds, ou obligations à haut rendement, peuvent également être utilisés pour lever des fonds au-delà des capacités des banques traditionnelles. Cependant, ces obligations sont assorties de taux d'intérêt plus élevés pour compenser le risque accru pour les investisseurs.

En outre, des options plus spécifiques telles que le crédit vendeur, la remontée exceptionnelle de dividende et les financements hybrides, comme la titrisation, peuvent être envisagées pour diversifier les sources de financement et répondre aux besoins spécifiques de l'opération de LBO.

En résumé, le financement d'un LBO repose sur une combinaison sophistiquée de fonds propres et de diverses formes de dette, chacune ayant ses propres avantages et inconvénients. L'objectif est d'optimiser l'effet de levier financier tout en minimisant les risques pour toutes les parties prenantes impliquées dans l'opération.

Priorité de paiement



2.7 L'enjeu des LBO

Les limites du LBO sont multiples, malgré ses nombreux avantages tant opérationnels que fiscaux qui lui ont valu une popularité croissante ces dernières années. Il est crucial de mettre en lumière certaines contraintes inhérentes à cette méthode d'acquisition.

Tout d'abord, le LBO impose des exigences de remontées de dividendes significatives, contraignant ainsi l'entreprise cible à réaffecter une part importante de son cash-flow à cet effet. De plus, la dépendance vis-à-vis des banques est prégnante, car sans leur accord, le LBO ne peut se réaliser. Les prêteurs, en scrutant l'historique et les besoins d'investissement, déterminent la viabilité financière de l'opération.

Par ailleurs, une fois engagée dans le processus de remboursement de la dette, l'entreprise cible voit sa priorité absolue dirigée vers cette fin, reléguant souvent les primes, la formation et les investissements au second plan. De même, les investissements à court terme sont limités, car une fois la dette remboursée, la capacité d'investissement de l'entreprise peut être restreinte, retardant ainsi la modernisation des outils de production et la formation des salariés.

Ces contraintes peuvent entraîner une perte relative de compétitivité pour l'entreprise cible, limitant ses activités aux seules considérées comme suffisamment lucratives. De plus, le risque financier est exacerbé, avec une marge d'erreur très mince pour l'acheteur. En cas d'incapacité à rembourser la dette, les conséquences peuvent être graves, pouvant même conduire à la faillite. Un changement de direction lors d'un LBO peut également perturber l'entreprise, provoquant des instabilités internes et externes, voire entraînant la perte d'une partie de sa clientèle. Enfin, l'incapacité de l'entreprise cible à générer les bénéfices attendus peut entraîner des difficultés, voire l'impossibilité de payer les échéances du prêt contracté dans le cadre du rachat.

Maintenant que l'on a compris le concept de LBO dans son ensemble, nous allons analyser de précédentes transactions, afin de voir les éléments précurseur de réussite ou de mise en difficulté de ces derniers.

3. Éléments précurseurs de la réussite d'un LBO

3.1 Sélection de la cible

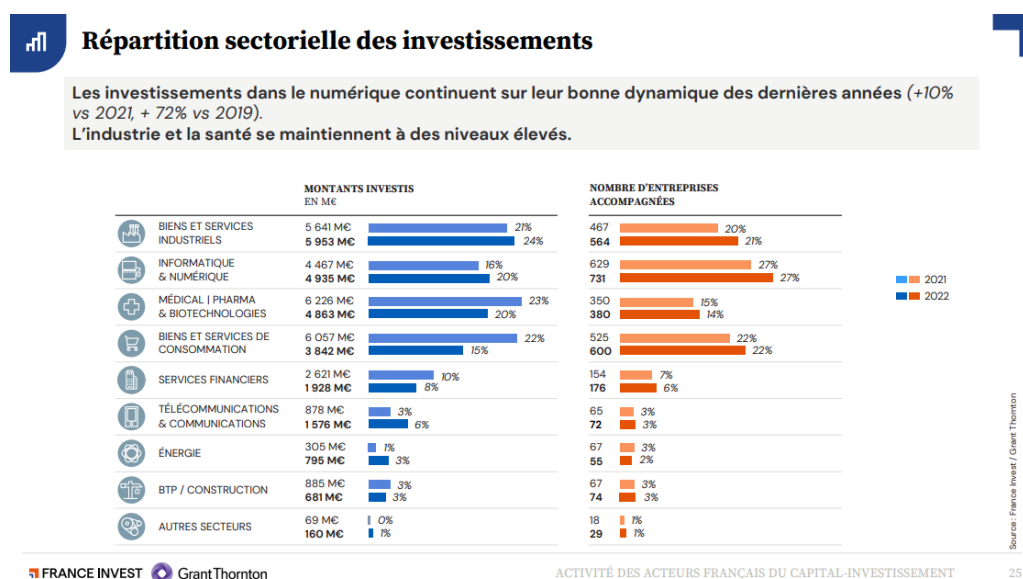
La sélection de la cible est une étape critique dans la réussite d'un LBO. Les critères essentiels incluent la rentabilité soutenue, la génération de flux de trésorerie, et un potentiel de croissance stable. L'analyse doit aussi considérer les risques spécifiques à l'industrie et à l'entreprise. Selon Kaplan et Strömberg (2009), les entreprises avec des cash-flows prévisibles et peu de besoins d'investissement capitaux sont souvent des cibles privilégiées pour les LBO.

La sélection d'une entreprise cible pour un LBO est cruciale pour le succès de l'opération. Premièrement, son Business Model doit faciliter au mieux une génération récurrente de flux de trésorerie, comme le modèle du SaaS (Software-as-a-Service) ou les entreprises pharmaceutiques. Ces modèles permettent un remboursement efficace de la dette d'acquisition et assurent un rendement élevé pour le fond.

Deuxièmement, la société cible doit démontrer un potentiel de croissance sur un marché attractif répondant à une demande concrète et vitale, comme le secteur de la santé. En outre, la stabilité réglementaire et un marché mature sont des indicateurs d'un risque réduit, favorables à une opération de LBO.

Enfin, une forte équipe de management est requise pour naviguer à travers les défis post-acquisition et réaliser les synergies attendues.

Selon l'étude récente de France Invest en collaboration avec le cabinet Grant Thornton, les secteurs tels que l'industrie et les services industriels, ainsi que le secteur informatique, continuent de voir des investissements accrus, témoignant de leur solidité et de leur potentiel de croissance. Ce contexte sectoriel renforce les fondements d'un LBO réussi, comme illustré par l'image jointe de l'étude qui montre une hausse de 4% des montants investis dans le secteur informatique avec 730 entreprises accompagnées.



Ces éléments précurseurs, soutenus par des données récentes et des analyses sectorielles, forment la base d'une approche méthodique pour la sélection et la réussite des opérations de LBO.

3.2 Structuration du financement

La structuration du financement est une étape cruciale. Elle détermine non seulement la viabilité immédiate de l'opération mais aussi sa soutenabilité à long terme.

La structuration typique d'un LBO inclut une combinaison de dette senior, qui a priorité sur les autres formes de dettes et bénéficie souvent de taux d'intérêt plus bas, et de dette mezzanine, qui est subordonnée à la dette senior mais peut inclure des éléments convertibles en capital. Les investisseurs de capital-investissement apportent des fonds propres qui représentent généralement une part significative du financement, souvent entre 30% et 40% du total.

En matière de gestion financière, comprendre les différents indicateurs est essentiel. Parmi ceux-ci, le **Leverage Ratio** joue un rôle clé.

Évalue la capacité de l'entreprise à couvrir ses obligations de dette avec ses bénéfices opérationnels. Il met en lumière la manière dont l'entreprise gère son endettement et sa solvabilité.

En complément, le **Return on Invested Capital (ROIC)** offre une perspective différente mais tout aussi cruciale. Ce ratio, présenté sous cette forme de calcul :

$$ROIC = \frac{\text{Résultat Opérationnel Net Après Impôts}}{\text{Capital Investi}}$$

Mesure l'efficacité avec laquelle l'entreprise utilise tous les capitaux investis pour générer des profits. Le ROIC permet donc d'évaluer la rentabilité des capitaux engagés, offrant ainsi une vue d'ensemble de l'efficacité opérationnelle et financière de l'entreprise.

Ainsi, alors que le **Leverage Ratio** se concentre sur la gestion de la dette et la viabilité financière à court terme, le **ROIC** évalue l'efficacité et la rentabilité à plus long terme des investissements réalisés. Ces deux indicateurs, bien que focalisés sur des aspects financiers distincts, sont complémentaires et indispensables pour une évaluation complète de la santé financière d'une entreprise."

Ce texte lie les descriptions des deux ratios en mettant en évidence leur importance et leur complémentarité dans l'analyse financière.

En s'appuyant sur l'article académique *The Performance of French LBO Firms : New Results* de José-Miguel Gaspar on peut observer des performances spécifiques liées à la structure de

financement des LBO. Par exemple, l'étude montre que les firmes sous LBO présentent des améliorations significatives de leur ROIC et des taux de croissance de l'EBITDA après l'opération, démontrant l'efficacité de la structuration du financement dans la création de valeur post-acquisition.

Il est également essentiel de prendre en compte les risques associés à une structure de financement inadaptée, tels que le sur-endettement, qui peut limiter la capacité de l'entreprise à investir dans la croissance, ou pire, conduire à des difficultés financières en cas de baisse de la performance, que nous verrons dans la 4^{ème} partie portant sur les éléments qui émergent un échec dans une opération de LBO.

Mais avant, restons dans le cas de notre étude sur Dell. En effet, Le LBO de Dell en 2013 est un exemple marquant où la structure de financement a joué un rôle clé dans le succès de l'opération. La transaction, évaluée à environ 25 milliards de dollars, a été principalement financée par une combinaison de dette senior et de fonds propres, avec Michael Dell et Silver Lake comme principaux investisseurs. La dette a été structurée en plusieurs tranches, comprenant de la dette senior sécurisée et de la dette subordonnée, permettant de maximiser les leviers financiers tout en restant dans les limites d'un endettement soutenable.

La gestion de la dette dans le cas de Dell met en lumière l'importance d'une structuration prudente, non seulement pour assurer la faisabilité immédiate du buyout, mais aussi pour soutenir la croissance à long terme de l'entreprise. La capacité de Dell à générer des cash-flows solides a été essentielle pour servir cette dette et financer ses opérations post-acquisition, démontrant l'importance d'une évaluation rigoureuse des performances opérationnelles et financières pré-LBO.

Ce cas illustre comment une approche bien calibrée à la structuration du financement peut favoriser le succès d'un LBO, en permettant à l'entreprise de maintenir sa stabilité financière tout en poursuivant ses objectifs stratégiques.

Cette intégration pourrait enrichir votre analyse dans la section du mémoire dédiée à l'importance de la structuration du financement dans les opérations de LBO, en fournissant un exemple concret de la manière dont les décisions financières influencent les résultats à long terme de telles opérations.

3.3 Gestion post-acquisition

Après un LBO, la gestion efficace de l'entreprise acquise est cruciale pour maximiser la valeur pour assurer le service de la dette. Cela implique une planification stratégique centrée sur l'optimisation opérationnelle, la recherche de croissance et l'exploitation de synergies. Pour Dell, après le LBO, cela signifiait une concentration sur la diversification de ses offres au-delà du simple matériel informatique vers des solutions de cloud computing et des services IT plus rentables. L'objectif était de stabiliser les revenus et de compenser le déclin du segment des PC

Le succès d'une gestion post-acquisition repose largement sur les compétences de l'équipe de direction. La capacité à exécuter des plans stratégiques, à intégrer de nouvelles activités et à

innover sont essentielles. Pour Dell, la direction sous la houlette de Micheal Dell, a joué un rôle déterminant dans la refocalisation de l'entreprise et dans le maintien de l'engagement envers les objectifs à long terme post-LBO

La mise en place de systèmes de contrôle et de reporting robustes est indispensable pour surveiller les performances et ajuster les stratégies en temps réel. Ces systèmes aident également à rassurer les créanciers et les investisseurs sur la capacité de l'entreprise à générer des flux de trésorerie suffisants pour le service de la dette. Pour Dell, cela impliquait des rapports détaillés sur les performances financières et opérationnelles, permettant une gestion proactive des risques et des opportunités.

Pour illustrer ces points avec des données, nous pouvons examiner certains des KPIs financiers mentionnés dans les rapports annuels de Dell post-LBO, tels que l'EBITDA ajusté, le flux de trésorerie libre, et le ratio de levier financier. Par exemple, selon le rapport de Dell pour l'année fiscale 2014¹, l'entreprise a rapporté un EBITDA ajusté de plusieurs milliards de dollars, affirmant une solide capacité à générer des liquidités opérationnelles. De plus, Dell a réussi à réduire son endettement net, comme indiqué dans ses rapports financiers successifs, ce qui démontre une gestion efficace de sa structure de capital post-acquisition.

Ces éléments de gestion post-acquisition sont cruciaux pour la stabilisation et la croissance de l'entreprise après un LBO, permettant non seulement de répondre aux obligations de la dette mais aussi de positionner l'entreprise pour un succès durable à long terme.

4. Éléments pouvant engendrer l'échec d'un LBO

4.1 Risques liés à la conjoncture économique

Dans l'analyse des risques liés à la conjoncture économique dans le cadre des Leveraged Buyouts (LBO), il est essentiel de considérer la manière dont les cycles économiques peuvent affecter les performances de l'entreprise acquise. Une période de récession économique peut drastiquement réduire les capacités de l'entreprise à générer des flux de trésorerie suffisants pour servir ses dettes, menant potentiellement à des défauts de paiement ou à des restructurations de dette.

L'étude des ratios financiers tels que le ratio de levier financier, qu'on avait vu précédemment, offre un aperçu précis des défis financiers auxquels une entreprise pourrait faire face en période de ralentissement économique.

Un ratio élevé peut indiquer une vulnérabilité accrue aux chocs économiques, car il signifie que l'entreprise porte une charge de dette substantielle par rapport à ses bénéfices opérationnels.

Prenons l'exemple de **Caesars Entertainment, dont l'acquisition par Apollo Global Management et TPG Capital en 2008**² a impliqué un financement à fort effet de levier. Après le LBO, la conjoncture économique défavorable exacerbée par la crise financière de 2008 a

¹ Dell Reports Fiscal Year 2014 First Quarter Financial Results – David Fink Dell Inc (2014)

² In Caesars Bankruptcy Fight, Private Equity Owner Fold – Robert Cyran (2016)

significativement diminué les revenus de Caesars, conduisant à une détérioration de son EBITDA et à une augmentation de son ratio de levier financier. Cela a réduit sa capacité à servir sa dette et a contribué à son éventuelle faillite en 2015.

Selon des données présentées dans des documents tels que "The Economics of LBOs: Evidence from the Syndicated Loan Market", les LBOs sont particulièrement sensibles aux conditions de marché car ils reposent souvent sur des prêts syndiqués qui sont étroitement liés aux conditions économiques globales. Ces prêts représentent généralement une part significative de la structure de financement dans les LBOs, rendant les entreprises acquises particulièrement vulnérables lors des ralentissements économiques.

De plus, les études montrent que les entreprises sous LBO peuvent éprouver des difficultés accrues pendant les périodes de volatilité économique, en raison de leur dépendance élevée à la dette pour financer l'acquisition. La documentation extraite de "The Economics of LBOs: Evidence from the Syndicated Loan Market" souligne que les caractéristiques contractuelles des prêts dans les LBOs peuvent varier de manière significative en fonction des conditions économiques, influençant directement la viabilité financière de l'entreprise acquise.

Ainsi, l'analyse de ces ratios et des conditions de marché actuelles est cruciale pour évaluer les risques économiques associés à un LBO. Les investisseurs doivent prêter une attention particulière à la structure de la dette et à la capacité de l'entreprise à générer des flux de trésorerie en période de récession, pour éviter des situations où le service de la dette devient insoutenable, menant potentiellement à des défauts ou à des restructurations financières.

4.2 Mauvaise évaluation de la cible

Une évaluation précise de la cible d'un LBO est cruciale pour le succès de l'opération. Une mauvaise évaluation peut survenir lorsque les acheteurs surestiment la valeur de l'entreprise ou sous-estiment les risques liés à son activité et à son environnement de marché. Cela peut conduire à payer un prix excessivement élevé pour l'acquisition, compromettant ainsi les rendements futurs et la capacité de l'entreprise à générer le flux de trésorerie nécessaire pour rembourser la dette.

En effet, les facteurs qui peuvent mener à une mauvaise évaluation incluent une analyse insuffisante du marché, une compréhension inadéquate des défis opérationnels de l'entreprise, ou des projections financières trop optimistes. De plus, les pressions pour conclure des affaires peuvent parfois pousser les investisseurs à négliger des éléments critiques de diligence raisonnable.

Par conséquent, si l'évaluation est incorrecte, cela peut mener à divers problèmes financiers après l'acquisition, tels que des difficultés à réaliser les synergies attendues, à investir adéquatement dans l'entreprise, ou à répondre aux obligations financières. De plus, une mauvaise évaluation peut également limiter les options stratégiques de sortie, réduisant ainsi la possibilité de vendre l'entreprise à un prix avantageux.

Un exemple notable de mauvaise évaluation peut être vu avec **Toys "R" Us**³, où les acquéreurs n'ont pas pleinement anticipé l'impact de la concurrence accrue des plateformes de vente en ligne et des changements dans les comportements des consommateurs. Cette sous-estimation a contribué à la détérioration financière de l'entreprise et à son incapacité à gérer efficacement la dette issue du LBO, conduisant finalement à la faillite.

Ainsi, une évaluation précise de la cible est essentielle pour minimiser les risques et maximiser les opportunités dans un LBO. Les investisseurs doivent s'assurer que toutes les facettes de l'entreprise sont minutieusement analysées et que les prévisions financières sont réalistes pour éviter les pièges d'une mauvaise évaluation qui pourrait compromettre le succès de l'investissement.

4.3 Sur-endettement

Le sur-endettement dans le cadre d'un LBO se définit comme un niveau de dette qui dépasse la capacité de l'entreprise à générer des flux de trésorerie suffisants pour couvrir les charges financières associées. Cette situation peut limiter la capacité de l'entreprise à investir dans son cœur de métier, à innover, et à rester compétitive.

Pour cela, nous allons procéder à une manière d'analyser le sur-endettement afin d'examiner le ratio de couverture des intérêts, qui est calculé sous la formule comme suit :

$$\text{Ratio de couverture des intérêts} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Charges d'intérêts}}$$

=> Un ratio inférieur à 1 indiquerait que l'entreprise ne génère pas suffisamment de bénéfices avant intérêts, taxes, dépréciation et amortissement (EBITDA) pour couvrir ses charges d'intérêts, ce qui est un signe clair de sur-endettement.

Après son LBO en 2008, orchestré par Apollo Global Management et TPG Capital, Caesars Entertainment⁴ a été fortement impactée par une dette élevée. À la suite de l'acquisition, la dette de Caesars a augmenté, atteignant des niveaux tels que le service de la dette absorbait une part importante des revenus.

Peu avant sa faillite en 2014, Caesars affichait un ratio de couverture des intérêts alarmant. Selon les données de leur rapport financier, l'EBITDA était insuffisant pour couvrir les intérêts accumulés, exacerbant les défis financiers en période de revenus stagnants ou en baisse. De plus, la crise financière de 2008 a eu un effet amplificateur sur les défis de Caesars. La récession qui a suivi a entraîné une diminution des dépenses discrétionnaires, notamment dans les secteurs du tourisme et des loisirs, affectant directement les revenus de l'entreprise.

³ *Toys 'R' Us Collapses Into Bankruptcy, Buckling Under LBO Debt* – McCarty Dawn, Kary Tiffany, Daniela Wei – Article Bloomberg (2017)

⁴ *Bankruptcy at Caesars Entertainment* - Kristin Mugford et David Chan (2019)

Face à l'insolvabilité imminente, Caesars a dû engager des négociations pour la restructuration de sa dette en 2015, ce qui a conduit à une réorganisation sous le chapitre 11 de la faillite. Cette restructuration visait à réduire la dette de près de 10 milliards de dollars, mais elle a également impliqué des échanges d'actifs et des conversions de dette en capital, diluant ainsi les intérêts des actionnaires existants.

Selon une étude de Harvard Business Review, "les entreprises sous LBO avec un fort levier de dette sont particulièrement vulnérables lors des ralentissements économiques, car elles ont moins de marge pour absorber les chocs économiques" (Harvard Business Review, 2016).

Ainsi, l'étude de Caesars Entertainment illustre de manière significative comment le surendettement dans un LBO peut mener à des difficultés financières extrêmes, notamment lorsque conjugué avec des conditions économiques défavorables. Cette analyse montre l'importance d'une évaluation rigoureuse de la structure de la dette dans les accords de LBO, soulignant la nécessité d'un équilibre entre ambition stratégique et prudence financière.

4.4 Gestion inadaptée post-acquisition

Pour évaluer efficacement une gestion post-acquisition dans un LBO, il est crucial de mettre en place des indicateurs clés de performances, communément appelé KPIs (Key Performance Indicators) qui surveillent spécifiquement l'efficacité de la gestion. Des KPIs pertinents incluent la marge EBITDA qui reflète la performance opérationnelle directe de l'entreprise, calculée comme suit :

$$\text{Marge EBITDA} = (EBITDA / \text{Revenue Totale}) \times 100$$

D'autres comme le ROI mesurent le retour sur les investissements des projets ou stratégies mis en place par la nouvelle gestion, avec une formule

ROI =

$$\frac{\text{Gain Net de l'Investissement} - \text{Coût de l'investissements}}{\text{Coût de l'investissement}} \times 100$$

Le taux de rotation du personnel, également, offre un aperçu de la satisfaction et de la stabilité des employés sous la nouvelle gestion, calculée cette formule

Taux de rotation =

$$(\text{Nombre d'Employés partis} / \text{Nombre moyen d'employés}) \times 100$$

Ces indicateurs sont particulièrement utiles pour analyser la situation d'une entreprise après son acquisition par un LBO. Une analyse approfondie de ces KPIs peut révéler une s'il y a une

diminution de la marge EBITDA qui est un signe d'une gestion inefficace des ressources, ainsi qu'un ROI négatif sur les investissements, soulignant par là des erreurs stratégiques.

De plus, un taux de rotation élevé peut souligner des problèmes internes qui peuvent impacter négativement la performance globale de l'entreprise.

L'utilisation de ces KPIs pour mesurer la performance permet non seulement une approche quantitative rigoureuse mais aussi une évaluation qualitative des décisions managériales. Cette combinaison offre une vision claire de l'efficacité de la gestion, crucial pour le succès post-acquisition, surtout dans un contexte de LBO où la capacité de générer des flux de trésorerie suffisants pour servir la dette est vitale. En identifiant rapidement les domaines nécessitant une intervention, ces mesures aident à garantir la stabilité et la croissance de l'entreprise dans le cadre de l'après acquisition.

4.5 Incapacité à trouver une stratégie de sortie viable

Dans le contexte des Leveraged – Buyouts, une stratégie de sortie viable et cruciale pour permettre aux investisseurs de réaliser un retour sur leur investissement. Cette stratégie, qui peut impliquer la vente de l'entreprise à un autre acheteur, l'introduction en bourse, ou la revente à l'équipe de gestion doit être soigneusement planifiée dès le début de l'investissement. Une compréhension approfondie des conditions de marchés, des cycles des conditions de marchés, des cycles économiques, et des dynamiques sectorielles est indispensable pour concevoir une stratégie de sortie efficace.

Pour évaluer la viabilité des stratégies de sortie, les investisseurs peuvent utiliser des indicateurs comme le multiple de sortie envisagé, qui compare le prix de vente potentiel de l'entreprise à son EBITDA :

$$\text{Multiple de sortie} = \text{Prix de vente potentiel} / \text{EBITDA}$$

Un multiple élevé indique une forte valorisation et une probable rentabilité de la sortie.

5. Conclusion

Les Leveraged Buyouts (LBO) représentent une stratégie d'acquisition d'entreprise qui peut générer d'importants rendements pour les investisseurs, mais qui comporte également des risques significatifs. Ce mémoire a examiné en détail les éléments précurseurs de la réussite d'un LBO, ainsi que les facteurs pouvant entraîner son échec.

La sélection de la cible est un aspect crucial pour la réussite d'un LBO, nécessitant une analyse minutieuse de la rentabilité, de la croissance potentielle et de la solidité de l'entreprise cible. La structuration du financement est également essentielle, avec une combinaison judicieuse de dette senior et mezzanine, ainsi que des fonds propres pour assurer la viabilité à long terme de

l'opération. La gestion post-acquisition joue un rôle déterminant dans la maximisation de la valeur de l'entreprise acquise, en mettant l'accent sur l'optimisation opérationnelle, la recherche de croissance et l'exploitation de synergies.

Cependant, plusieurs facteurs peuvent entraîner l'échec d'un LBO. Les risques liés à la conjoncture économique, tels que les récessions, peuvent compromettre la capacité de l'entreprise à générer des flux de trésorerie suffisants pour servir sa dette. Une mauvaise évaluation de la cible peut entraîner des difficultés financières après l'acquisition, tandis que le sur-endettement peut limiter la capacité de l'entreprise à investir et à rester compétitive. Une gestion inadaptée post-acquisition peut également entraîner des problèmes opérationnels et financiers, tandis qu'une incapacité à trouver une stratégie de sortie viable peut compromettre les rendements des investisseurs.

En conclusion, bien que les LBO offrent des opportunités de création de valeur significatives, ils nécessitent une analyse approfondie, une planification minutieuse et une gestion diligente pour réussir. Les investisseurs doivent être conscients des risques et des défis associés à chaque étape du processus, tout en recherchant activement des opportunités de maximiser la valeur et de garantir le succès à long terme des opérations de LBO.

Bibliographie

<https://the-big-win.com/lbo-leverage-buy-out>

<https://training-you.fr/>

Frank Bancel (2009) – *Efficacité et légitimité du modèle LBO* – Récupéré sur EBSCO -
<https://web.p.ebscohost.com/ehost/detail/detail?vid=2&sid=8be0acbe-1914-4e3e-9811-c9e075cbc81a%40redis&bdata=Jmxhbm9ZnImc2l0ZT1laG9zdC1saXZl#AN=47781452&db=bth>

France Invest x Grant Thornton – *Activité des acteurs français du capital investissement* –
Récupéré sur le site de France Invest <https://www.franceinvest.eu/activite-du-capital-investissement-francais-en-2023/>

José-Miguel Gaspar (– The Performance of French LBO Firms : New Data and new –
Récupéré sur <https://web.p.ebscohost.com/ehost/detail/detail?vid=2&sid=14e02910-77fc-41df-a845-0825bf848a38%40redis&bdata=Jmxhbm9ZnImc2l0ZT1laG9zdC1saXZl#AN=93476542&db=bth>

<https://agicap.com/fr/article/lbo-leverage-buy-out-definition-methodes/>

Eileen Appelbaum et Rosemary Batt (2014) – *Private Equity at work : When Wall street manages main street* - Récupéré sur JTSOR
<https://www.jstor.org/stable/10.7758/9781610448185>

– McCarty Dawn, Kary Tiffany, Daniela Wei – Article Bloomberg (2017) – Récupéré sur
<https://web.p.ebscohost.com/ehost/detail/detail?vid=3&sid=7ff0a2e9-e91e-457d-bd62-a4a9de0d923e%40redis&bdata=Jmxhbm9ZnImc2l0ZT1laG9zdC1saXZl#db=bth&AN=140803575>

Kristin Mugford et David Chan – *Bankruptcy at Caesars Entertainment* – Récupéré sur
<https://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=50678>

Robert Cyran (2016) – In Caesars Bankruptcy Fight, Private Equity Owners Fold – Récupéré sur
<https://www.nytimes.com/2016/09/29/business/dealbook/in-caesars-bankruptcy-fight-private-equity-owners-fold.html>

David Fink Dell Inc (2014) – *Dell reports Fiscal Year 2014 First Quarter Financial Results* –
Récupéré sur [Dell Reports Fiscal Year 2014 First Quarter Financial Results | Dell Albania](https://www.dell.com/press/releases/2014-04-01-fiscal-year-2014-first-quarter-financial-results)