

Université de Nice Côte d'Azur

IAE De Nice

Master 2 MAE Polytech

Le financement LBO (Leveraged Buy-Out)



Victor DELOR

Année scolaire 2020 - 2021

Tuteur académique : Mr DUFOUR

Membres du Jury : Mme COULIBALY et Mme BACHELOT

Résumé :

Une opération Leveraged Buy-Out (LBO) et les différentes formes dérivées qu'elle peut adopter correspondent à un montage financier de rachat d'entreprise à haute rentabilité.

Ce type d'opération, en général majoritairement financée par la dette et permettant de réaliser des bénéfices élevés, si elle est correctement réalisée, doit faire l'objet d'une étude complète quant à la maîtrise des risques liés.

Les acteurs du LBO et notamment le corps managérial, en place ou employé spécifiquement pour ce type d'opération, vont jouer un rôle prépondérant dans cette opération. A travers une gestion humaine et opérationnelle ainsi qu'une solide volonté commune, ils seront en charge de conduire le projet vers la réussite en maintenant le bon fonctionnement de l'entreprise afin qu'elle dégagne la rentabilité lui permettant le remboursement de la dette contractée.

C'est dans cette optique et avec une structuration initiale saine passant par un choix pertinent de l'entreprise-cible et des acteurs du projet, une projection objective, une valorisation critique, une bonne étude de marché et de l'environnement, un plan de financement cohérent ainsi que la présentation de solides garanties que les acquéreurs pourront assurer la maîtrise des risques dans cette opération.

C'est seulement dans ces conditions satisfaisant une politique de risques stricte que l'établissement bancaire accèdera à la demande d'octroi de prêt, permettant de financer l'opération LBO. Les acquéreurs pourront alors procéder au rachat des titres de l'entreprise-cible en activant les leviers financier, juridique et fiscal leur permettant de démultiplier les avantages sur ces plans-là et de dégager une rentabilité des fonds propres élevée, proportionnelle au niveau de risque engendré.

C'est en ce sens que la maîtrise des risques apparaît essentielle dans une opération LBO afin d'en faire un mode de financement pertinent de rachat d'entreprise.

Abstract :

A Leveraged Buy-out (LBO) operation and its different derivatives forms correspond to a financial package of high profitable company shares purchase.

This sort of operation, generally mostly financed by debt and providing great benefits if properly achieved, should be the purpose of complete work to insure the management of related risks. LBO's actors and especially the managers, already presents prior the project or hired for it, will be determining in the operation. Through a human and operational management plus a common will, they will bear the efficiency of the company allowing the refund of the contracted debt and being part of the success of the project.

That is in this way and with a relevant initial structuring composed by a strategic choice of the target-company and actors of the operation, an objective projection, a critical valuation, a good market and environment study, a consistent financial plan and with strong guarantees that the buyers can insure a proper risks management.

It's only in these conditions satisfying a strict risks policy the bank establishment will grant the loan allowing the financing of LBO operation. The buyers will thus be able to proceed at the company shares purchase. Then, they will activate the leverages on financial, juridical et tax aspects, providing them a high return on return on equity (ROE) proportionately to the risks generated.

Hence, the risks management appears essential in this type of operation and looks to be the key to make it a relevant method of company purchase.

SOMMAIRE

<i>GLOSSAIRE</i>	5
<i>REMERCIEMENTS</i>	9
<i>INTRODUCTION</i>	10
<i>PARTIE 1 – DEFINITION ET CONCEPT DU LBO</i>	12
1.1 – Définition.....	12
1.2 – Les différents types de LBO.....	14
1.3 – Le financement d'une opération LBO	19
1.4 – Rôle du personnel encadrant	26
<i>PARTIE 2 – INTERETS ET ENJEUX</i>	28
2.1 – Levier financier	28
2.2 – Levier fiscal	30
2.3 – Levier juridique	32
2.4 – Risques liés	33
<i>PARTIE 3 – CAS PRATIQUES : CONTROLES DE SECOND NIVEAU</i>	37
3.1 – Réglementation et critères de contrôle	38
3.2 – Cas pratique 1	39
3.3 – Cas pratique 2	45
<i>CONCLUSION</i>	53
<i>BIBLIOGRAPHIE</i>	54

GLOSSAIRE

- **Risque de crédit** : incertitude des contreparties à honorer leurs engagements. Il existe donc un risque de non-remboursement pour la banque à partir du moment où elle accorde un prêt. Le Comité de Bâle édicte la réglementation en matière de gestion des risques de crédit des banques.
- **Politique de risques** : ensemble des règles prudentielles d'octroi et de gestion des crédits dans la banque.
- **Schéma délégataire** : tableau répertoriant les acteurs habilités à octroyer un prêt en fonction de son type, son montant et de la note du client.
- **Note Bâle II** : score attaché à un client en fonction de son profil, ses avoir et l'éventuelle présence d'incident(s) interne(s) ou externe(s) estimant sa capacité à honorer ses emprunts.
- **Groupe** : Agglomération d'entreprises reliées entre elles par un format juridique et fiscal, où une société-mère dite « holding » possède une ou plusieurs société(s)-fille appelées aussi filiale(s) et pouvant elle(s)-même(s) avoir une ou plusieurs sous-filiale(s) rattachée(s).
- **Grappage** : Action de rattachement d'une entreprise à un groupe.
- **Crédit documentaire** : Un crédit documentaire correspond à un engagement de paiement à la place du client pour l'achat de marchandises ou de prestation de services dans un délai fixé et contre la remise de documents conformes justifiant la valeur et l'expédition du bien ou du service.
- **Subordination de dettes** : Principe faisant état des priorités de remboursement des différentes dettes contractées.
- **Transaction covenant-lite (cov-lite)** : Opération financière de prêt n'intégrant pas les garanties usuelles assurant la protection du prêteur, assumant une part plus élevée de risques au profit de l'emprunteur qui bénéficie de restrictions moindres

- **Société capital-risque** : Entreprise disposant de fonds conséquents spécialisée dans l'investissement en fonds propres en entreprises à fort potentiel de développement, souvent dans le but de réaliser une plus-value.

- **Valeur de l'entreprise (par capitalisation boursière)** : désigne, pour toute période de test, pour toute entreprise cotée en bourse, sur la base de ses comptes annuels, sa capitalisation boursière augmentée de son endettement et diminuée de sa trésorerie.

- **Cash-flows** : dits « flux de trésorerie » en français et correspondant donc aux évolutions de la trésorerie de l'entreprise au fil du temps. Ils désignent, pour toute période de test, sur la base des comptes annuels, l'EBITDA :
 - augmenté (si elle est négative) ou diminué (si elle est positive) de la variation du Besoin en Fonds de Roulement
 - diminué du montant effectivement décaissé des investissements réalisés au cours de la période de test considérée
 - diminué (ou augmenté) des pertes (ou gains) de change décaissé(e)s
 - augmenté (ou diminué) de tout produit (ou charge) exceptionnel(le) effectivement encaissé (ou décaissé)
 - diminué de l'impôt sur les sociétés acquittées
 - augmenté des apports en fonds propres et quasi-fonds propres subordonnés aux crédits réalisés
 - diminué des dividendes ou autres distributions versés aux actionnaires.

- **Trésorerie Nette (TN)** : désigne le montant des disponibilités et valeurs mobilières de placement diminué du montant des concours bancaires courants.

- **Capacité d'Autofinancement (CAF)** : correspond à la capacité de l'entreprise à rembourser sa dette chaque année. Elle désigne, pour toute période de test, sur la base des comptes annuels, la somme :
 - du résultat net
 - des dotations aux amortissements et provisions
 Diminuée :
 - des reprises sur amortissements dépréciations et provisions.

- **Capitaux propres** : désigne, pour toute période de test, sur la base des comptes annuels, la somme :
 - des apports : capital social, primes liées au capital
 - des écarts de réévaluation
 - des bénéfices autres que ceux pour lesquels une décision de distribution est intervenue : réserves, report à nouveau créditeur et bénéfice de l'exercice
 - des pertes : report à nouveau débiteur, perte de l'exercice
 - des subventions d'investissements
 - des provisions réglementées

- **Besoin en Fonds de Roulement (BFR)** : correspond au montant nécessaire à l'entreprise pour payer ses charges courantes en attendant de percevoir le paiement de ses clients. Il désigne, pour toute période de test, sur la base des comptes annuels, la somme :
 - des stocks de matières premières et approvisionnements, marchandises, en cours de production
 - des avances et acomptes versés sur commandes en cours
 - des créances clients et comptes rattachés
 - des autres créances d'exploitation
 - des créances fiscales (hors impôt sur les sociétés) et sociales
 - des charges constatées d'avanceDiminuée de la somme :
 - des avances et acomptes reçus sur commandes en cours
 - des dettes fournisseurs et comptes rattachés
 - des dettes fiscales (hors impôt sur les sociétés) et sociales
 - des dettes sur immobilisations et comptes rattachés.

- **Dette Financière Brute** : désigne, pour toute période de test, sur la base des comptes annuels, la somme :
 - des crédits bancaires à moyen et long terme
 - des prêts et comptes courant d'associés et des emprunts obligataires y compris les intérêts capitalisés (à l'exception de ceux subordonnés aux crédits)
 - des dettes financières de crédit-bail et de location financière
 - des concours bancaires courants
 - des emprunts et dettes financières diverses.

- **Dette Financière Nette** : désigne, pour toute période de test, sur la base des comptes annuels, la Dette Financière Brute diminuée des disponibilités bancaires et des valeurs mobilières de placement mobilisables dans un délai maximum de 30 jours calendaires.

- **EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)** : désigne, pour toute période de test, sur la base des comptes annuels, le résultat d'exploitation :
 - augmenté des dotations aux amortissements d'immobilisations corporelles et incorporelles (y compris la part des loyers de crédits-bails)
 - augmenté des dotations de reprises aux provisions (dans le cas où elles n'ont pas été comptabilisées dans le résultat d'exploitation)
 - diminué des charges d'intéressement et de participation des salariés.

- **Frais Financiers Nets** : désigne, pour toute période de test, sur la base des comptes annuels, les charges d'intérêts et commissions financières assimilées à la Dette Financière Brute :
 - diminuées des charges d'intéressement et de participation des salariés
 - diminuées ou augmentées des charges ou produits nets décaissés liés aux instruments de couverture de taux
 - augmentées des produits nets encaissés sur cession de valeurs mobilières de placement.

- **Service de la Dette** : désigne, pour toute période de test, sur la base des comptes annuels, la somme :
 - des Frais Financiers Nets (à l'exception des intérêts capitalisés)
 - des remboursements de dettes conformément aux échéanciers de remboursement contractuels hors variation au titre des découverts bancaires autorisés.

- **Ratio de Levier** : désigne, pour toute période de test, sur la base des comptes annuels, le ratio Dette Financière Nette / EBITDA (étant précisé que si l'EBITDA a une date de test est inférieur à zéro, il sera considéré, pour les besoins du calcul du Ratio de Levier à cette date de test, être égal à un euro).

- **Ratio DSCR** : désigne, pour toute période de test, sur la base des comptes annuels, le ratio Cash-Flow / Service de la Dette.

REMERCIEMENTS

Je tiens à remercier toutes les personnes qui m'ont apporté leur aide dans la rédaction de ce mémoire.

Tout d'abord, je tiens à remercier mon tuteur d'entreprise, M. Didier ROUSGUISTO, *responsable de l'unité Risques de Crédit* au sein de la Caisse d'Epargne Côte d'Azur, pour son écoute et son ouverture concernant l'orientation de mon projet professionnel. Je le remercie chaleureusement pour son soutien dans la réalisation de ce mémoire, et notamment de m'avoir autorisé à intégrer des analyses de dossiers LBO de la Caisse d'Epargne comme cas pratiques de mon mémoire. Je tiens également à remercier M. Alain ARIZZI, le *directeur des risques* de mon entreprise pour son accompagnement dans l'anonymat de ces cas.

Je remercie aussi toute l'équipe du pôle Risques de Crédit, Monsieur CEREBELLI Luc, Monsieur CONCHERI Franck, Monsieur DANY Gilles, Mademoiselle GIORDANO Jeanne-Marie, Monsieur TIGRI Auguste, Madame MILLI Catherine, Madame HAMMA Karima, Monsieur DOUSSAT Cédric pour leur bienveillance, leur confiance, leur sens du travail en équipe et leur expertise qui m'ont permis de développer mes compétences et de m'épanouir depuis le début de ma jeune carrière d'analyste. J'aimerais adresser des remerciements tout particuliers à Madame JOUBIN Sylvie, *analyste crédits* de notre unité, qui m'a apporté une aide précieuse dans la réalisation de la partie pratique de ce mémoire. Ses compétences, ses conseils et sa disponibilité ont grandement participé au développement de mon niveau d'expertise sur le sujet choisi et en terme d'analyse financière en général.

Je remercie enfin mes écoles de l'IAE NICE et Polytech Nice-Sophia pour la formation apportée au cours de ces dernières années, et plus particulièrement M. Dominique DUFOUR, mon tuteur académique, pour son écoute et son investissement dans la réalisation de mon mémoire.

INTRODUCTION

Dans le cadre de mon Master 2 MAE (Management et Administration des entreprises) et de la réalisation de mon mémoire de fin d'études, j'ai choisi d'étudier le financement Leveraged Buy-Out (LBO). Ce montage financier complexe est un mode d'acquisition d'entreprise largement financé par la dette qui permet au débiteur d'acheter les titres d'une entreprise en démultipliant la rentabilité mais également les risques. Maîtriser les risques liés à l'opération devient alors un enjeu majeur dans l'optique de mener ce type de projet vers la réussite.

En parallèle de mon Master 2 MAE et dans le cadre de mon cursus ingénieur MAM (Mathématiques Appliquées et Modélisation), j'effectue mon année de spécialisation en Finance en alternance à la CECAZ (Caisse d'Epargne Côte d'Azur) dans le domaine du risque de crédit.

Ainsi, en tant que *Chargé des risques de crédit*, je suis amené à réaliser des analyses sur les états financiers et les situations des clients auxquels ont été octroyés différents crédits afin d'estimer et de contrôler le risque sur ces encours. La maîtrise du risque de contrepartie lié à une opération LBO s'inscrit alors dans le prolongement des fonctions de mon poste à la CECAZ.

Ce sujet et les enjeux qui lui sont liés ont fait l'objet d'une étude complète afin de répondre à la question suivante :

« En quoi le LBO peut-il être un mode de financement pertinent d'acquisition d'entreprise ? »

Dans l'optique de répondre à cette problématique, ce mémoire abordera tout d'abord le concept du LBO et de ses dérivés, comment financer un tel projet ainsi que le rôle important du personnel encadrant dans la réussite ce type d'opération. Par la suite, les différents intérêts, enjeux et risques liés à ce montage financier complexe seront étudiés et analysés. Enfin, nous procéderons à l'analyse de deux cas pratiques à travers la réalisation de contrôles de second

niveau (contrôle du risque de crédit à posteriori de l'octroi) sur des opérations LBO contractées par la CAISSE D'ÉPARGNE COTE D'AZUR, après avoir été anonymées. Cette dernière étape permettra d'entrer dans le détail d'un montage LBO et de définir comment il est possible de maîtriser le risque de crédit sur ce type d'opération, aspect essentiel pour rendre ce mode de financement pertinent.

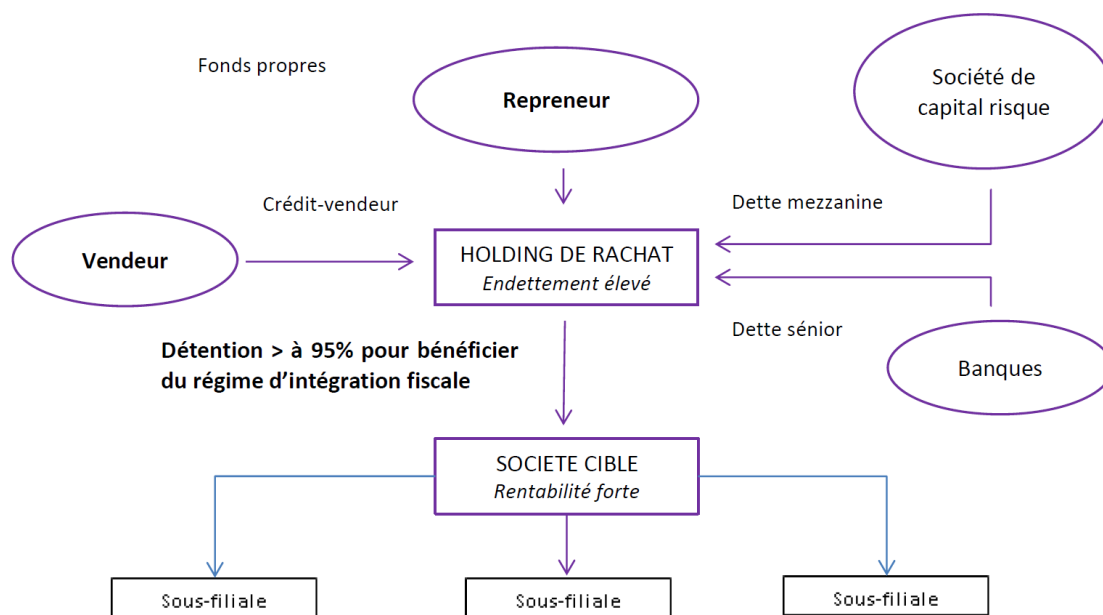
PARTIE 1 – DEFINITION ET CONCEPT DU LBO

1.1 – Définition du LBO

Le LBO est une opération financière qui a pour but de racheter partiellement ou intégralement les parts d'une entreprise à forte rentabilité. Elle consiste à financer l'acquisition de ces titres majoritairement par l'endettement (prêt bancaire, prêt obligataire, financement participatif...), puis de réaliser le remboursement de cette dette comprenant le remboursement d'échéances et le paiement des intérêts avec les remontées de dividendes de la société-cible.

Afin de réaliser ce montage, une nouvelle holding (société-mère), à laquelle la société-cible sera rattachée, doit être créée. C'est elle qui souscrira la dette permettant de financer l'opération d'une durée comprise entre 7 et 10 ans en général. Ces deux sociétés seront alors reliées par un régime fiscal et juridique.

Graphique 1 : Schéma synthétique d'un rachat d'entreprise par financement LBO



Banque de France « Les LBO », page 3/11 – 15/11/2016

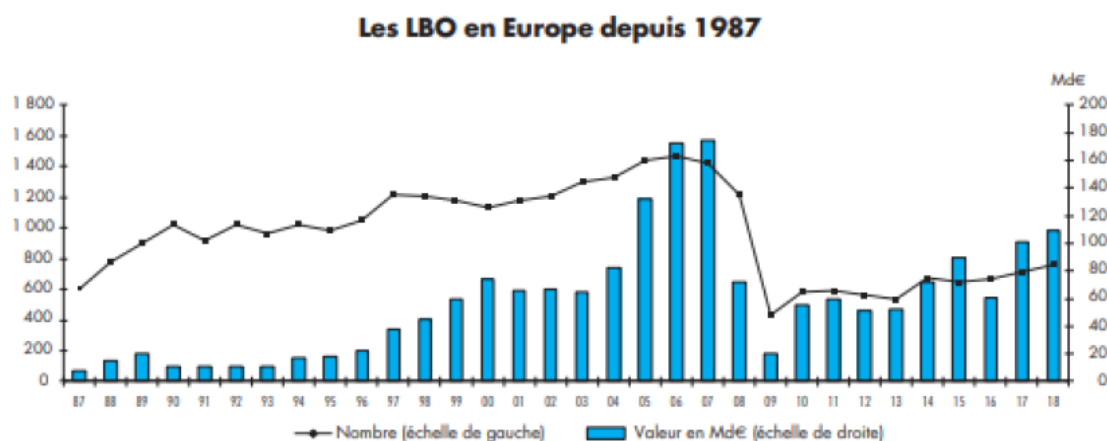
Dans ce schéma de la Banque de France, on peut voir comme on l'a expliqué qu'une holding est créée par des repreneurs qui apportent en fonds propres dans la néo société-mère (aussi couramment appelée « Special Purpose Vehicle », signifiant que la société a été créée

dans un but précis). Par le biais de dette sénior auprès des banques et/ou de dette mezzanine auprès de fonds de capital-risque et/ou de crédit-vendeur contracté directement avec le vendeur, la holding va acquérir partiellement ou en totalité une société-cible à forte rentabilité (on note que le crédit bancaire est présent dans la quasi-totalité des opérations LBO). La cible, qui peut posséder une multitude de sous-filiale, doit être détenue à plus de 95% par la société-mère afin de bénéficier d'un régime d'intégration fiscale comme indiqué sur le graphique. Nous verrons cela plus en détail dans la partie 2.2 - Intérêt fiscal.

On note que le choix de la société-cible est un critère essentiel. Cette société doit posséder une bonne situation financière (forte rentabilité, dépenses et endettement maîtrisé, cash-flows excédentaires), présenter une posture avantageuse (position forte sur le marché, environnement favorable, possibilité de croissance interne comme externe), organiser un management de qualité (personnel encadrant compétent déjà en place ou recruté pour l'opération) afin d'en assurer le bon fonctionnement, dégager la rentabilité nécessaire au remboursement de la dette et rendre cette opération viable.

On peut retrouver ci-dessous une analyse du nombre de LBO réalisés et des montants associés en Europe de 1987 à 2019, selon Invest Europe :

Graphique 2 :



Invest Europe – 2019

On constate une baisse significative du nombre de LBO à partir de 2008 corrélée à la période de crise économique, ce nombre croît de nouveau ces dernières années. On comptait ainsi près de 1000 LBO en Europe lors de l'année 2018 représentant un total de 110 milliards d'euros toutes opérations confondues.

Si le LBO dans son terme général a été défini ci-dessus, certaines opérations peuvent prendre une forme plus spécifique. Il existe en effet différents types de LBO dont nous verrons les caractéristiques spécifiques ci-après.

1.2 – Les différents types de LBO

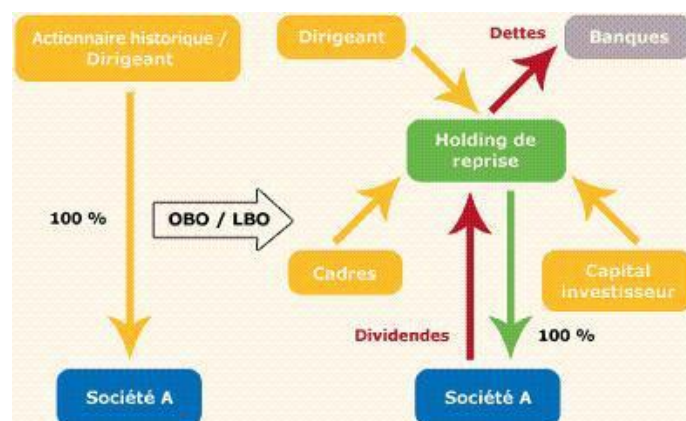
Owner Buy-Out (OBO) :

L'Owner Buy-Out consiste à réaliser une opération de vente de titres d'entreprise à soi-même. En effet, le dirigeant de la cible constitue une holding dont il est l'actionnaire majoritaire et vend sa société à cette holding. Dans le même principe qu'un financement LBO, la holding s'endette afin de disposer des fonds nécessaires pour racheter les parts souhaitées de l'entreprise-cible débloquent un capital issu de la plus-value de cette cession pour le vendeur. Ainsi, avec ce type de montage, l'actionnaire peut réaliser une vente partielle et ainsi débloquent des fonds tout en conservant des parts de son entreprise. Ce procédé apparaît très utile notamment pour les entreprises familiales, les TPE (Très Petite Entreprise) et les PME (Petite & Moyenne Entreprise).

Néanmoins, comme nous le verrons plus précisément dans la partie 2.2 - Intérêt fiscal, il est plus difficile de bénéficier des intérêts fiscaux avec ce type d'opération.

Voici ci-dessous une illustration du processus d'une opération OBO :

Graphique 3 : Schéma synthétique d'un rachat d'entreprise par financement OBO



Document confidentiel CECAZ « Analyse financière et risques de crédit », 2020

On peut voir que dans ce cas de figure OBO que les actionnaires-dirigeants réinvestissent une partie de leur capital possédé dans la société A pour le réinjecter dans la holding de reprise. Cette partie de capital sera alors considérée comme un apport en fonds propres, complété par l'investissement en fonds propres de capital-investisseur, l'endettement bancaire ou obligataire de la holding ainsi que potentiellement un apport réalisé par le personnel encadrant déjà en place (ou non). Cet ensemble d'éléments correspond à la structuration du financement pour l'acquisition de la société A.

Comme évoqué précédemment, cette méthode permet de dégager une somme d'argent correspondant à la plus-value des titres vendus pour les actionnaires-dirigeants de la société A, tout en veillant à ce qu'il garde une partie du capital social de cette même entreprise.

Management Buy-Out (MBO) :

Le Management Buy-Out correspond à une opération LBO dans laquelle le personnel encadrant de l'entreprise détient majoritairement la holding procédant au rachat, souvent accompagné par un ou plusieurs fonds financiers.

Ce type de montage doit faire face à plusieurs obstacles. En effet, il est nécessaire que les différents managers de l'entreprise soient aptes à coopérer ensemble et qu'ils souhaitent guider l'entreprise dans la même direction ce qui demande une solide volonté commune. De plus, ces

derniers doivent pouvoir bénéficier d'une certaine capacité financière afin de soulever les fonds nécessaires. Enfin, comme nous allons le voir ci-après, le management présente un rôle-clef dans une telle opération. Ainsi, si le personnel encadrant en place devient également actionnaire de l'entreprise, leurs rôles et compétences en tant que managers apparaîtront comme d'autant plus déterminants dans la réussite du projet MBO.

Management Buy-In (MBI) :

Le Management Buy-In s'apparente au MBO, vu précédemment. En effet, le concept est le même à la différence près qu'un ou plusieurs managers aux ressources financières élevées sont recrutés spécialement pour l'opération. Souvent experts de ce type de montage financier, l'opération s'appuiera sur ces derniers qui se verront investir majoritairement dans le capital de la société-mère.

Si certains risques évoqués dans le cas des MBO sont ainsi évités, comme la capacité financière ou les compétences pour gérer ce type de projet, il reste nécessaire de prêter attention à l'évolution de la nouvelle collaboration entre les anciens managers en place et ceux recrutés spécifiquement pour l'opération MBI.

Build-In Management Buy-Out (BIMBO) :

Il existe également le type de montage BIMBO combinant les types de montage MBO et MBI. Il s'agit d'un cas de MBO dans lequel le personnel encadrant initial décide d'embaucher une ou plusieurs personnes supplémentaire(s) afin de finaliser l'acquisition.

Ce type d'opération intervient souvent lorsque les managers en place souhaitent reprendre la société-cible mais constatent qu'ils vont rencontrer des difficultés à réunir la somme nécessaire ou bien qu'ils identifient quelqu'un avec le profil adapté pour bonifier le projet se mettant en place.

Leverage Build-up (LBU) :

Dans le cas d'un LBU, le but premier est de racheter une entreprise et de s'appuyer sur celle-ci pour racheter d'autres sociétés de différents secteurs d'activité dans le but de constituer

un groupe. Fort de son rayonnement, ce nouveau groupe sera capable de dégager une valeur importante et d'assumer l'effet de levier de l'opération.

Dans ce cas de figure de rachat d'entreprises et de grappages à un groupe en ce sens, on parle de « croissance externe » pour l'entreprise.

LBO secondaire :

Dans le cas où un projet LBO encore en place est racheté dans le cadre d'une nouvelle opération de type LBO, on parle alors de LBO secondaire. Cela peut intervenir dans le cas où une entreprise présente une situation suffisamment saine après le rachat par LBO et peut entrevoir des possibilités de gain de rentabilité avec de bonnes perspectives de développement.

L'ancienne dette senior est alors refinancée dans le cadre du nouveau LBO. Une nouvelle holding est alors créée et souscrita à l'endettement LBO pour réaliser ce refinancement.

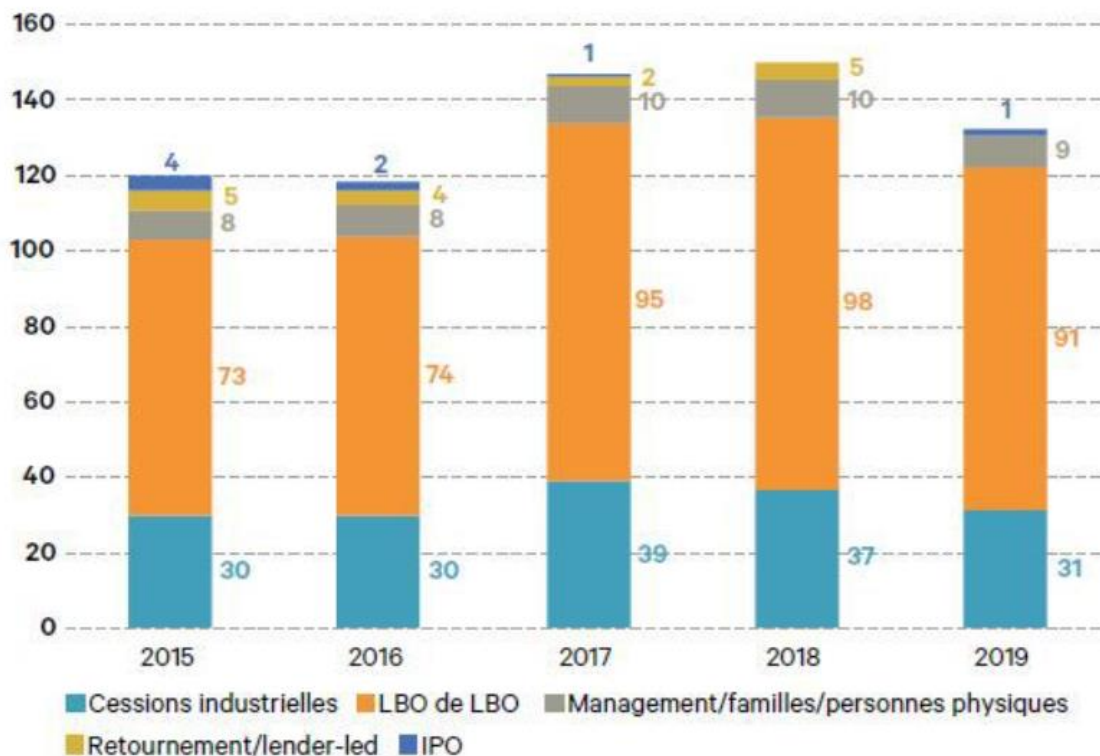
Très souvent, le premier LBO a permis d'assainir la situation de la société-cible et les repreneurs bénéficient par conséquent d'une situation confortable avec une entreprise dotée d'une bonne perspective de croissance. Cependant cette croissance a ses limites et donc s'il est possible de racheter à l'infini un projet LBO par un nouveau financement de type LBO (on dira alors du LBO qu'il est tertiaire, quaternaire, etc...), on peut considérer que la probabilité que la société-cible continue à croître s'amenuise après chaque rachat.

Les rachats de « LBO par LBO » restent toutefois très courants et permettent d'envisager une sortie anticipée aux actionnaires ayant réalisés le LBO initial. Ainsi, 91 des 132 sorties de LBO en France en 2019 étaient représentées par des LBO de LBO comme le rapporte le graphique suivant de Capital Finance :

Graphique 4 :

LES SORTIES RÉALISÉES PAR LES ACTEURS DU LBO SUR DES SOCIÉTÉS FRANÇAISES

Source: Capital Finance



On note qu'il est par ailleurs possible de sortir d'une opération LBO par le biais d'autres méthodes :

- IPO (« Initial Public Offering ») : Cette opération financière correspond à une introduction en bourse des actions de l'entreprise, qui seront alors cotées et en libre-vente sur un marché boursier permettant alors une sortie partielle ou totale des actionnaires. Si cette méthode peut permettre d'accroître les capitaux propres ou la notoriété de l'entreprise, l'introduction en bourse présente des coûts comptables et juridiques très élevés et risque de diluer le capital social en raison de l'augmentation du nombre d'actionnaires pouvant provoquer une perte du contrôle de l'entreprise.
- Cessions industrielles : Transmission classique des actifs d'une entreprise d'un propriétaire à un repreneur par le biais d'un acte de vente ou de donation.

- Lender-led (prise de contrôle par les créanciers) : Technique financière permettant, pour une entreprise en proie à des difficultés avec souvent des résultats en deçà des prévisions initiales, de convertir une partie ou l'ensemble de ses créances en capital auprès des banques ou fonds spécialisés avec lesquels l'entreprise a contracté ses dettes.
- Leverage recap : Dans le même esprit que l'OBO, cette méthode permet une sortie partielle des capitaux propres initialement investis par le fonds par le ré-endettement de la holding, dans la mesure où cette dernière en possède la capacité financière.

Nous avons vu quels étaient les différents dérivés de LBO possibles et les caractéristiques qui leur sont liées. Il est en effet essentiel d'analyser quel type de LBO conviendrait le mieux en termes d'opportunité de marché, de secteur d'activité et de repreneurs potentiels afin de mener ce projet vers la réussite. Le cas échéant, les différents moyens de sortie doivent être connus des repreneurs. C'est en ce sens que le LBO peut devenir un mode pertinent de financement d'achat d'entreprise

Nous allons désormais voir quel financement peut être utilisé afin de procéder à l'achat des titres de la société-cible, quel que soit le type de LBO choisi.

1.3 – Le financement d'une opération LBO

Comme nous avons pu le voir précédemment, un montage LBO repose essentiellement sur l'endettement de la société Holding qui investit également en fonds propres.

On rappelle que les fonds propres d'une entreprise correspondent à l'argent directement injecté par les actionnaires de l'entreprise. Cet apport se veut être minoritaire par rapport à l'ensemble du financement afin de maximiser la rentabilité financière des fonds propres.

Il est possible de retrouver la présence de sponsors financiers qui investissent en fonds propres dans la holding de reprise. Ce sont des fonds souvent spécialisés dans le domaine du capital-risque (investissement en fonds propres dans une entreprise à haut potentiel de développement, dans le but de réaliser du profit). Néanmoins, deux aspects sont à considérer. Comme évoqué

précédemment, réaliser un apport en fonds propres fera baisser la rentabilité financière mais permettra également de diminuer la prise de risques liée au projet. Le deuxième aspect à analyser est le fait qu'une entrée en capitaux propres d'autres tiers aura pour effet de diluer le capital social de l'entreprise et donc de diluer le pouvoir de décision des actionnaires initiaux. Il existe des actions sans droit de vote qui permette également d'augmenter le capital de l'entreprise sans modifier la structure du pouvoir de l'entreprise. Toutefois, l'endettement reste le mode de financement majeur de toute opération LBO, permettant l'effet de levier souvent recherché.

Cette dette se décompose en effet généralement de deux catégories de dettes : la dette senior et la dette mezzanine.

La dette senior correspond la plupart du temps à un prêt bancaire classique sur une durée comprise entre 4 et 7 ans, représentant la majeure partie du financement de l'opération. Ce prêt peut se décomposer en plusieurs tranches : une tranche A dite « amortissable » (remboursable de manière progressive), une tranche B dite « in fine » (remboursable en une fois à la fin d'une échéance définie). Il est possible de retrouver des tranches C ou D également « in fine » mais qui interviendront à une date d'échéance ultérieure à celle de la tranche précédente. Le créateur prenant des risques plus importants lors des remboursements « in fine », il conviendra donc pour lui de fixer des coûts différents en fonction du type de remboursement et de la date d'échéance avec une augmentation de la marge, proportionnelle au risque encouru.

Afin de se protéger de ce type de financement estimé comme « risqué » pour une opération LBO, il est nécessaire pour l'établissement bancaire de fixer de solides garanties avec notamment l'insertion de covenants (clauses dans le contrat liées aux résultats financiers de la société-cible à travers la période du prêt). Nous verrons cela plus en détail dans la partie 2.5 Risques liés.

La dette mezzanine est un mode de financement assez fréquemment utilisé dans un montage LBO et représente en général une mineure partie du financement. Cette dette est par définition « subordonnée » à la dette senior, cela signifie qu'en cas de défaut le remboursement de la dette senior est prioritaire. Ce type de dette s'adresse donc à des investisseurs financiers convaincus du potentiel de réussite du projet LBO. Cette dette mezzanine prend d'ailleurs

souvent la forme d'obligations adossées à des bons de souscription en action ou d'obligations convertibles permettant aux « mezzaneurs » (les prêteurs) d'acquérir à terme une partie du capital social de la société. Prenant plus de risques que les prêteurs sénior, les mezzaneurs se verront appliquer des intérêts souvent plus élevés en retour.

La maturité de la dette mezzanine est en général comprise entre 7 et 10 ans, après que le remboursement de la dette sénior soit intervenu. On note que la dette mezzanine a tendance à être souvent présente pour les rachats d'entreprise de petite taille.

Le crédit-vendeur est également une des possibilités de financement pour les repreneurs. Il correspond à un prêt contracté directement avec le vendeur sur une partie du financement de l'acquisition de la société-cible. Cette technique permet d'inclure le vendeur dans le montage financier, ce qu'il n'acceptera par conséquent que s'il est convaincu de la réussite du projet. Néanmoins, cette facilité de paiement est une prise de risques pour le vendeur qui permettra à ce dernier d'obtenir un meilleur prix global de la vente de titres. En effet, au plus la date d'échéance est éloignée de la date de vente, au plus le vendeur s'expose à une incapacité de la cible de rembourser ses emprunts contractés. De plus, les banques demandent souvent que le crédit-vendeur soit subordonné à la dette senior.

Dans l'optique de financer un projet de rachat d'entreprise, il convient de réaliser au préalable une valorisation exacte de la cible. Cette étape va permettre d'estimer les fonds nécessaires à dégager ainsi que d'organiser et d'articuler le financement.

Cette valorisation fait appel au concept d'analyse financière et peut être réalisée par l'emploi des différentes méthodes décrites ci-dessous :

Méthode DCF (Discounted Cash Flows) :

On considère ici que l'entreprise vaut ce qu'elle va rapporter dans le futur. Ainsi, on utilise la méthode DCF uniquement pour les entreprises avec un fort potentiel de rentabilité, comme lors d'une opération LBO. C'est le contraire de la méthode dite de « l'actif net comptable » qui se base sur les rendements passés de l'entreprise.

On calcule alors les cash-flows futurs de l'entreprise sur une période $[t ; t + n - 1]$ (t et n en années et généralement $4 \leq n \leq 10$) que l'on actualise à une date « t » fixée. On calcule par la suite la valeur terminale actualisée de l'entreprise à la fin de l'horizon puis on somme le tout afin de donner une valorisation finale de l'entreprise à cet instant « t ».

En pratique, on se place à « t » et on analyse les résultats sur la période $[t ; t + n - 1]$:

1) Calcul des cash-flows pour chaque année $t + x$ ($0 \leq x \leq n - 1$)

Pour cela, on calcule pour chaque année la marge réalisée par rapport au CA dégagé puis on y soustrait les dotations aux amortissements et aux provisions (DAP), ce qui correspond au résultat opérationnel brut. Afin d'obtenir le résultat opérationnel net, on retire la part d'impôt sur les sociétés (IS).

Par la suite, on rajoute les DAP soustraits dans l'étape précédente et on retire le montant des acquisitions d'immobilisation, s'il y en a eu. Enfin, on soustrait le BFR ramené au mois (en base 30/360) multiplié par le CA réalisé.

Ces étapes de calcul aboutissent finalement au cash-flows disponibles pour chaque année $t + x$.

2) Calcul du « taux d'actualisation » que l'on notera α

Le taux d'actualisation α correspond au coût moyen pondéré du capital. Il est calculé d'après la formule suivante :

$$\alpha = \text{Coût des CP} * \left[\frac{CP}{DF+CP} \right] + \text{Coût de la dette} * (1 - \text{Taux IS}) * \left[\frac{DF}{DF+CP} \right]$$

(avec CP = Capitaux propres, DF = Dettes financières)

3) Détermination des cash-flows actualisés pour chaque année $t + x$

On actualise les flux de trésorerie actualisés pour les années $t + x$ comprises dans le business plan :

$$CF_x \text{ actualisés} = \frac{CF_x}{(1 + \alpha)^{x+1}}$$

(avec CF_x les cash-flows disponibles à $t + x$)

4) Calcul de la valeur terminale de l'entreprise à la fin de l'horizon

La valeur terminale correspond à la valeur de l'entreprise au-delà des périodes comprises dans le business plan, au cours desquelles il ne va pas être possible d'identifier les flux de trésorerie actualisés.

Par la « méthode de Gordon et Shapiro », on suppose que l'entreprise continuera ses activités sur une période indéfinie avec une hypothèse de croissance uniforme dans la durée, on a :

$$\text{Valeur terminale} = \frac{CF_{\infty}}{\alpha - g}$$

(avec g le taux de croissance à l'infini des cash-flows et CF_{∞} le flux normatif)

Afin de calculer ce flux normatif, on prendra la dernière prévision de flux effectuée dans le business plan que l'on multipliera par $(1 + g)$. On note qu'à la période de calcul de la valeur terminale, il est essentiel que la rentabilité économique de l'entreprise soit proche du coût du capital α . Si ce n'est pas le cas, il est préférable d'étendre l'horizon du business plan afin de rendre la valorisation plus réaliste.

On remarque de plus qu'une entreprise ne peut gagner perpétuellement des parts de marché sur ses concurrents. Ainsi, le taux de croissance à l'infini g ne peut excéder une certaine valeur. Afin de retenir un taux pertinent, on pourra s'appuyer sur le taux de croissance du PIB du pays ou de la zone géographique dans lequel l'entreprise opère. Il sera essentiel d'analyser également le secteur d'activité de l'entreprise puisque la croissance du PIB représente une moyenne qui est à nuancer au vu des disparités entre les différents secteurs.

5) Détermination de la valeur terminale actualisée

On réalise à cette étape l'actualisation de la valeur terminale calculée en multipliant par $(1 + \alpha)^{-n}$

(avec n l'horizon du business plan)

6) Somme de 3) et 5) donnant la valorisation finale de l'entreprise

Au final, on a :

$$\text{Valeur finale de l'entreprise à } t = \sum_{x=t}^n [CF_x * (1 + \alpha)^{-(x-t+1)}] + VT * (1 + \alpha)^{-n}$$

(avec VT la valeur terminale à la fin de l'horizon)

Méthode des comparables boursiers :

Cette méthode consiste à sélectionner un échantillon constitué d'entreprises cotées en bourse et présentant des caractéristiques analogues puis de les comparer avec l'entreprise à valoriser.

Parmi ces caractéristiques, on retrouve :

- Même secteur d'activité
- Zone géographique similaire
- Même taille
- Perspectives de croissance et rentabilité similaires
- Clientèle visée similaire

Le fait que ces entreprises soient cotées sur le marché boursier nous permet de connaître leur valeur et par conséquent de les comparer. On note que cet échantillon de comparaison est communément appelé le « Peer Group ». Plus il est représentatif de l'entreprise à valoriser, plus la méthode sera précise.

Une fois l'échantillon réalisé, l'entreprise à valoriser est comparée à cet échantillon par le biais de différents multiples de valorisation :

- Valeur de l'entreprise / EBE
- Capitalisation boursière / CA
- Price Earning Ratio (PER) : Capitalisation boursière / Résultat net

Si les éléments de l'échantillon formé sont confirmés être comparables à notre entreprise à valoriser, on peut réaliser une moyenne sectorielle du ratio Valeur de l'entreprise / EBE. On pourra alors estimer que la valeur de l'entreprise que l'on souhaite valoriser sera sensiblement équivalente à la *moyenne sectorielle * EBE de l'entreprise*.

On note qu'il est également possible de recourir à cette méthode pour un échantillon d'entreprises non cotées en bourse. Il faut alors pour cela que les entreprises composant le Peer Group aient récemment fait l'objet de transactions de cession-acquisition.

Cependant, cette méthode présente des limites dans la mesure où les multiples ne tiennent pas compte de certains aspects non comptables comme les investissements en R&D ou les brevets et ne prend donc pas en compte le potentiel de croissance de l'entreprise.

Dans cette méthode, la composition du Peer Group apparaît de plus tout à fait essentielle.

Méthode du multiple d'EBITDA :

On considère ici que la valorisation financière d'une entreprise correspond à un multiple de l'EBITDA calculé sur les bases du dernier état financier présenté.

L'analyste détermine un multiple compris entre 4 et 10 en fonction de la situation de l'entreprise afin de rendre la valorisation la plus pertinente possible. Au-delà de 8, il faudra présenter de solides arguments pour pouvoir le justifier.

Cette méthode « à dire d'expert » étant totalement arbitraire, il sera préférable d'obtenir un consensus auprès de différents analystes avant de valider le multiple choisi.

Il est par ailleurs fortement conseillé d'exécuter le calcul de la valorisation en utilisant différentes méthodes puis de réaliser la moyenne des résultats trouvés. Cela permettra d'apporter plus de précision à la valorisation finale de l'entreprise.

Certains établissements bancaires peuvent de plus demander que cette valorisation, dont l'exactitude est essentielle, soit faite par un cabinet d'expertise externe.

Nous avons vu les différents moyens de financement d'une opération LBO ainsi que les méthodes de valorisation d'une entreprise. Il apparaît ainsi essentiel pour les acquéreurs que le financement, souvent majoritairement composé par l'endettement, soit équilibré et convenablement estimé afin de donner de la cohérence et de la pertinence au projet.

Quel que soit le type de financement choisi par l'acquéreur, le but reste toujours le même pour l'acquéreur : conduire son projet vers la réussite. Pour cela, nous allons voir que le rôle du management est une des clefs pour atteindre ce but recherché.

1.4– Le rôle clef du management dans une opération LBO

En charge de la gestion opérationnelle de l'entreprise cible, le personnel encadrant va jouer un rôle majeur dans la réussite de l'opération. Déjà en place lors de la transaction (cas de MBO), recrutées pour l'occasion par les investisseurs financiers (cas de MBI) ou bien encore issues d'un mélange des deux (cas de BIMBO), ces équipes vont par leur management et leur leadership permettre de garantir le maintien du bon fonctionnement de l'entreprise-cible.

Les managers seront tout d'abord chargés de l'application du business plan défini à l'acquisition. Ils sont en effet responsables de la logistique et de la qualité de l'entreprise permettant d'être conforme aux prédictions de résultats. « La planification, l'exécution et le contrôle des flux de marchandises ainsi que l'information sur l'acquisition, le stockage, le déplacement et la livraison de marchandises » sont assurés par une équipe logistique dirigée par un manager responsable du bon déroulement de ce cycle d'exploitation. Ce processus permet une optimisation de la gestion du temps de réponse au marché et participe au bon fonctionnement de l'entreprise.

Afin de veiller à la bonne exécution de ce cycle d'exploitation, les managers doivent s'assurer que chaque étape de ce cycle est respectée. Cela passe donc par veiller à la conformité des matières premières, produits finis ou des services en fonction du type de l'entreprise. Il relève également des managers de s'assurer que les collaborateurs possèdent les outils et l'environnement nécessaires leur permettant de travailler dans des conditions adéquates. Une fois ces éléments réunis, il leur incombera enfin de s'assurer que les collaborateurs de leurs équipes réalisent convenablement les tâches qui leur ont été attribuées dans le fonctionnement de l'entreprise.

Si l'aspect opérationnel est très présent dans le rôle des managers, un aspect humain est également à considérer.

En effet, afin de veiller qu'un employé réalise correctement son travail, il est nécessaire que ce dernier soit psychologiquement et émotionnellement apte à pouvoir le faire. Le manager n'est évidemment pas en mesure d'influer sur la vie personnelle du collaborateur et ce n'est de plus pas son rôle. Cependant, la vie professionnelle étant un facteur déterminant des états psychologique et émotionnel d'un employé, il est du devoir du manager de s'assurer que son temps de travail n'affecte pas sa santé mentale. D'une part, un collaborateur avec un état psychologique ou émotionnel dégradé parviendra difficilement à être compétent et efficace dans le cadre du bon fonctionnement de l'entreprise. On peut par exemple citer les cas d'épuisements mentaux et physiques au travail causés respectivement par le manque de travail et l'ennui (« bore-out ») ou par l'excès de travail et le manque de reconnaissance (« burn-out »). D'autre part, l'épanouissement professionnel permet très souvent un accroissement de la productivité et une utilisation pleine des compétences chez le collaborateur.

L'épanouissement sur le plan professionnel n'est pas toujours possible puisqu'il dépend des besoins de chaque employé et fait appel à des aspects de vocation, de rémunération ou de possibilités d'évolution qui peuvent être indépendants de la volonté du manager ou impossibles à satisfaire par la société. Néanmoins, l'entreprise peut tout à fait y contribuer à travers l'écoute, la compréhension et la considération portées par le manager, qui représente l'entreprise aux yeux du collaborateur. Le manager apparaît donc comme essentiel dans la gestion des ressources humaines de l'équipe qu'il manage, notamment épaulé par un service Ressources Humaines spécialement dédié à cela. C'est en ce sens que le personnel encadrant joue un rôle-clé dans le bon fonctionnement d'une entreprise, et d'autant plus dans le cadre d'une opération LBO.

Enfin, on peut évoquer la différence au niveau du management dans le cas d'un MBO ou d'un MBI. En effet, dans le premier cas, les managers sont actionnaires majoritaires et ont donc tout intérêt à la réussite du projet dans la mesure où ils sont directement impliqués. On note cependant que cela peut être une situation génératrice de stress et qu'il est donc important de surveiller cet aspect. Dans le cas d'un MBI et comme évoqué en 1.2 – Les différents types de LBO, il est nécessaire de surveiller la rencontre entre les managers déjà en place et ceux arrivant afin qu'ils puissent remplir leur rôle-clé dans une opération de type LBO. Comme évoqué précédemment, il est essentiel que les managers déjà en place et les nouveaux entrants souhaitent guider l'entreprise dans la même direction et affichent une solide volonté commune.

Aussi, il est intéressant de noter que dans le cas d'un MBI les actionnaires-managers recrutés sont supposés, en plus d'avoir une capacité financière forte, avoir été inclus au projet pour leurs qualités managériales et leur leadership estimés pertinents pour la réussite de l'opération ce qui permet d'obtenir de solides probabilités de réussite.

Racheter une entreprise forte de sa rentabilité présente ne garantit pas de dégager une rentabilité future. Pour cela, il est en effet nécessaire de maintenir le bon fonctionnement de l'entreprise. Comme nous l'avons vu, le corps managérial et les repreneurs opérationnels ont un rôle déterminant dans ce processus et dans la réussite d'une opération LBO. Cet aspect, aussi surnommé « levier social », met en évidence l'importance du choix des acteurs dans une telle opération afin de favoriser sa réussite.

D'autres leviers existent par ailleurs dans un LBO sur le plan financier, fiscal ou encore juridique. S'ils peuvent constituer de grands avantages, nous verrons par la suite qu'ils engendrent aussi des risques conséquents dont il est important d'avoir la maîtrise.

PARTIE 2 – INTERETS ET ENJEUX

2.1 – Levier financier

Le LBO est traduit en français « opération à effet de levier ». En effet, les fonds propres de la holding étant assez faibles au regard du montant total de l'opération, cette dernière va s'endetter fortement pour pouvoir financer l'acquisition des titres de l'entreprise-cible déclenchant ainsi le levier financier de l'opération. Ce levier est induit par la rentabilité des fonds propres qui est souvent très élevée au regard du montant des fonds propres par rapport au montant total de l'opération. En cas de succès de l'opération, la holding pourra donc dégager des fortes rentabilités et réaliser une importante plus-value à l'issue du montage financier, au vu du faible montant en fonds propres investis.

Néanmoins, il est essentiel de veiller à ce que le montant des fonds propres investi dans l'opération soit suffisant pour en assurer la stabilité. En effet, les fonds propres sont un gage de solidité contre les évolutions défavorables auxquelles peut être soumise l'entreprise. Un montant trop faible

pourrait alors rapidement mener l'entreprise au dépôt de bilan comme l'indique la Banque de France dans son document Les LBO, « 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, et aboutir au dépôt de bilan ». On rappelle que le dépôt de bilan correspond au moment où le passif exigible d'une entreprise est plus important que son actif disponible.

L'effet de levier permet donc une rentabilité conséquente comme une grande fragilité. Ce levier peut être modélisé par un ratio, le « Ratio de levier », permettant d'avoir un ordre d'idée des risques et de la plus-value potentiels :

$$D/E = \frac{\text{Dette Nette}}{\text{EBITDA}}$$

On dit alors que la rentabilité des fonds propres comme la prise de risques des actionnaires sont proportionnelles à l'endettement de la Holding.

Nous verrons dans la Partie 3 – Cas pratiques : Contrôles de second niveau sur crédits LBO octroyés un exemple du calcul de ce ratio de levier.

Le levier financier est un facteur majeur dans le cadre d'une opération LBO. Permettant de dégager des bénéfices conséquents, il reste essentiel d'en avoir la maîtrise en trouvant un équilibre entre rentabilité et stabilité, à travers un financement cohérent. C'est dans cette optique que le LBO apparaît comme un mode de financement pertinent.

Directement lié à l'aspect financier, le levier fiscal est un facteur essentiel recherché par les investisseurs dans un montage LBO. Nous verrons ci-après qu'il est nécessaire de réunir plusieurs conditions afin d'activer ce levier.

2.2 – Levier fiscal

Le levier fiscal est un élément essentiel dans le cadre d'une opération LBO, tout comme le levier financier vu précédemment. Il permet en effet d'optimiser la situation de l'entreprise sur le plan fiscal, notamment par le biais du « régime d'intégration fiscale ».

Ce régime correspond à un englobement des résultats générés par la holding de rachat et la société-cible. D'une part, la société-fille est supposée être rentable et ainsi générera un résultat bénéficiaire. D'autre part, la société-mère a procédé à un endettement massif afin de procéder à l'acquisition de la cible. Par conséquent, cette holding présentera un résultat structurellement déficitaire au cours des années de remboursement. Par le biais de ce régime d'intégration fiscale, le groupe pourra présenter un résultat global dans lequel les déficits engendrés par l'acquisition pourront s'imputer sur les bénéfices générés par la cible.

Afin de pouvoir bénéficier de ce régime et des avantages qui en découlent, il est nécessaire de respecter certaines conditions. Tout d'abord, le capital de la société-fille doit être détenu directement ou indirectement à plus de 95% par la société-mère. Cette condition de détention doit être valable durant toute la durée du régime dont l'option doit être demandée par la holding avant le début de l'exercice. Les exercices comptables des sociétés doivent présenter une date d'arrêt identique ainsi qu'une durée commune de 12 mois. Les sociétés du groupe doivent de plus être toutes assujetties à l'impôt sur les sociétés. Le régime sera alors valable durant 5 années renouvelables.

En pratique, comme le relève la Banque de France dans son document Les LBO, « 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 (si la convention de l'intégration fiscale le prévoit) pour son compte la différence liée à l'économie d'impôts ».

Cependant, pour certains types de LBO comme l'OBO, il est difficile de bénéficier du régime d'intégration fiscale. L'amendement Charasse (septième alinéa de l'article 223 B du Code Général des Impôts), datant du 25 Décembre 2007 et déclaré conforme à la Constitution par le Conseil constitutionnel le 20 Avril 2018, vise à contrarier l'application du régime de l'intégration fiscale et par conséquent l'activation du levier fiscal dans ce type de montage. Il est ainsi stipulé que l'article s'appliquera pleinement « lorsqu'une société a acheté les titres

d'une société qui devient membre du même groupe aux personnes qui la contrôlent, directement ou indirectement, ou à des sociétés que ces personnes contrôlent, directement ou indirectement ». On rappelle que l'article 233-3 du Code du Commerce stipule que le « contrôle d'une entreprise est avéré si une personne dispose d'une fraction des droits de vote supérieure à 40%, et ce si aucun autre actionnaire ne détient une fraction supérieure ». Au-delà de cette définition du Code du Commerce, l'administration fiscale se réservera le droit d'apprécier les différents éléments permettant d'attester du contrôle ou non de l'entreprise (avec plusieurs actionnaires membres de la même famille, par exemple). La plupart des montages OBO entreront ainsi dans le champ d'application de l'amendement Charasse et ne pourront donc pas bénéficier du régime d'intégration fiscale.

Il reste tout de même possible d'optimiser ce levier fiscal.

Parallèlement au régime d'intégration fiscale, il est également possible pour l'entreprise de bénéficier du « régime société mère-fille ». Ce régime prévoit l'exonération d'impôt sur les sociétés des produits de participation (remontées de dividendes, droits de souscriptions, prêts ou acomptes) cédés par la filiale au profit de sa holding, qui en contrepartie réintègrera fiscalement une quote-part de frais et charges égale à 5% du montant reçu par le biais de ces produits.

Afin de bénéficier de ce régime, il est nécessaire que la société-mère détienne en pleine propriété au moins 5% du capital social de la société-fille. Ces titres doivent de plus être conservés pendant au moins 2 ans. C'est à compter de ce délai que l'exonération sera rendue possible. Enfin, les sociétés doivent toutes deux être soumises à l'impôt sur les sociétés.

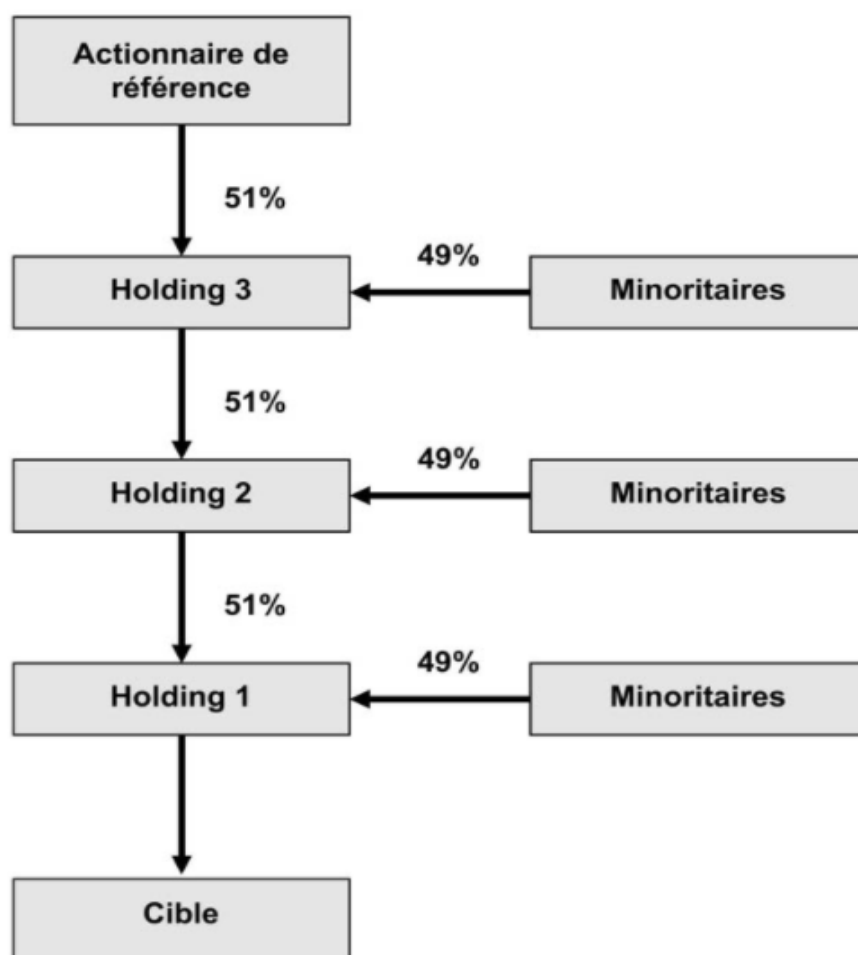
Cette réduction d'impôt consentie par l'Etat, à travers une prise en charge d'une partie des charges financières générées par l'endettement et l'exonération des remontées de dividendes de la société-cible, participe activement à faire du montage LBO un mode de financement pertinent d'acquisition d'entreprise.

Intéressons-nous désormais au levier juridique induit dans une opération LBO.

2.3 – Levier juridique

Le levier juridique consiste à assurer le contrôle de la société-cible à l'acquéreur sans l'obliger à en détenir la majorité du capital, lui permettant ainsi de limiter son engagement financier. Fondamentalement, il s'agit de détenir partiellement (mais toujours en majorité) les titres de la holding. Le raisonnement est démultiplié si l'on met en place une cascade de holdings dont on ne détient à chaque fois que 50% plus une voix (dit « à la majorité simple ») comme le montre l'exemple ci-dessous :

Graphique 5 : Schéma du levier juridique dans une opération LBO



Nicolas Boschin – Le guide pratique du LBO, 2006

Ici, comme l'illustre ce graphique, l'actionnaire de référence ne détient que 6,75% de sa valeur mais en possède le contrôle par action du levier juridique.

Si ce schéma est très avantageux pour cet actionnaire, il reste toutefois complexe à mettre en place et l'ensemble des actionnaires minoritaires à chaque niveau peuvent se sentir floués et prisonniers d'une structure qu'ils ne contrôlent pas. Le système d'action à droits de vote multiple peut permettre d'obtenir le même levier juridique sans les contraintes évoquées ci-dessus, dans la mesure où les sociétés correspondantes l'acceptent.

Au final, le but premier de ce levier reste de contrôler la cible avec un minimum d'engagement financier. Avec un endettement élevé, l'apport nécessaire pour prendre le contrôle de la cible sera moindre, renforçant ainsi le levier juridique du LBO.

Par la mise en place d'une cascade de holdings détenues à majorité simple ou la détention d'action à droits de vote multiple, le levier juridique permet d'obtenir des avantages considérables dans une opération LBO pouvant la rendre d'autant plus pertinente.

Présent dans les aspects financier, fiscal ou juridique, ces avantages sont toutefois soumis à une réglementation et impliquent des risques dont il est nécessaire d'avoir la maîtrise.

2.4 – Risques liés

Comme nous avons pu le voir précédemment, le principe d'effet de levier permet de démultiplier la rentabilité mais également la prise de risques présente au cours du projet. En effet, un « retournement de conjuncture » ou une « baisse de la rentabilité » peut entraîner l'entreprise vers une situation délicate voire périlleuse dans le cadre d'un montage LBO. Il est alors important de considérer deux phases permettant la maîtrise du risque : premièrement à l'octroi avec une projection objective et réelle de l'évolution de l'entreprise, et secondement tout au long du projet par une gestion efficace ainsi qu'une vigilance sur les différentes menaces présentes dans l'environnement de l'entreprise.

Afin de soulever les fonds nécessaires à l'acquisition des titres de la cible, il est nécessaire de proposer un projet rigoureusement construit permettant d'identifier de solides probabilités de réussite avec une maîtrise du risque et une présence de garanties certaines. C'est

seulement dans ces conditions que le créateur acceptera de prêter les fortes sommes associées aux rachats LBO.

Dans le but de montrer que l'acquéreur maîtrise les risques liés au projet, il est tout d'abord nécessaire pour ce dernier de réaliser un business plan. Il s'agit d'une projection de la situation de l'entreprise sur les années suivant l'acquisition. Le business plan doit être réaliste et pourra notamment s'appuyer sur les résultats des années précédant l'acquisition. Afin d'assurer une meilleure gestion des imprévus et d'autant plus dans ce type d'opération à haut risque, il est très fortement conseillé de réaliser un business plan dit « stressé ». Ce dernier correspond à un business plan dans lequel les conditions deviennent défavorables au cours des années qui suivent le rachat de la société-cible. On pourra pour cela considérer que l'entreprise n'accueillera pas de nouveau client les années suivantes ou bien envisager une baisse de rentabilité par rapport au business plan initial. On considère alors ensuite si, avec une évolution désavantageuse, l'entreprise entre dans une position délicate ou si cette dernière remplit toujours ses objectifs et peut ainsi procéder au remboursement de ses dettes.

Par la suite, il est important et nécessaire de présenter de solides garanties afin d'assurer au créateur qu'il recouvrera quoi qu'il advienne le montant prêté. La garantie usuelle pour une opération LBO correspond au nantissement des actions de l'entreprise-cible avec un séquestre des actions nanties. Elle permet ainsi à la banque de récupérer partiellement ou entièrement les titres de la cible en cas de défaut de cette dernière. Aussi, il est très courant que des covenants soient intégrés au contrat d'une opération LBO. Cela correspond à des ratios devant être respectés annuellement. En cas de non-respect de ces ratios, il serait alors possible pour le créateur de procéder à un remboursement partiel ou total anticipé avec notamment l'activation des garanties si besoin est, impliquant le paiement d'une indemnité fixée à l'avance.

Afin d'activer un effet de levier performant tout en ayant une maîtrise des risques liés, l'analyste financier conseille à l'entreprise de respecter les points suivants dans la structuration du financement de son projet LBO :

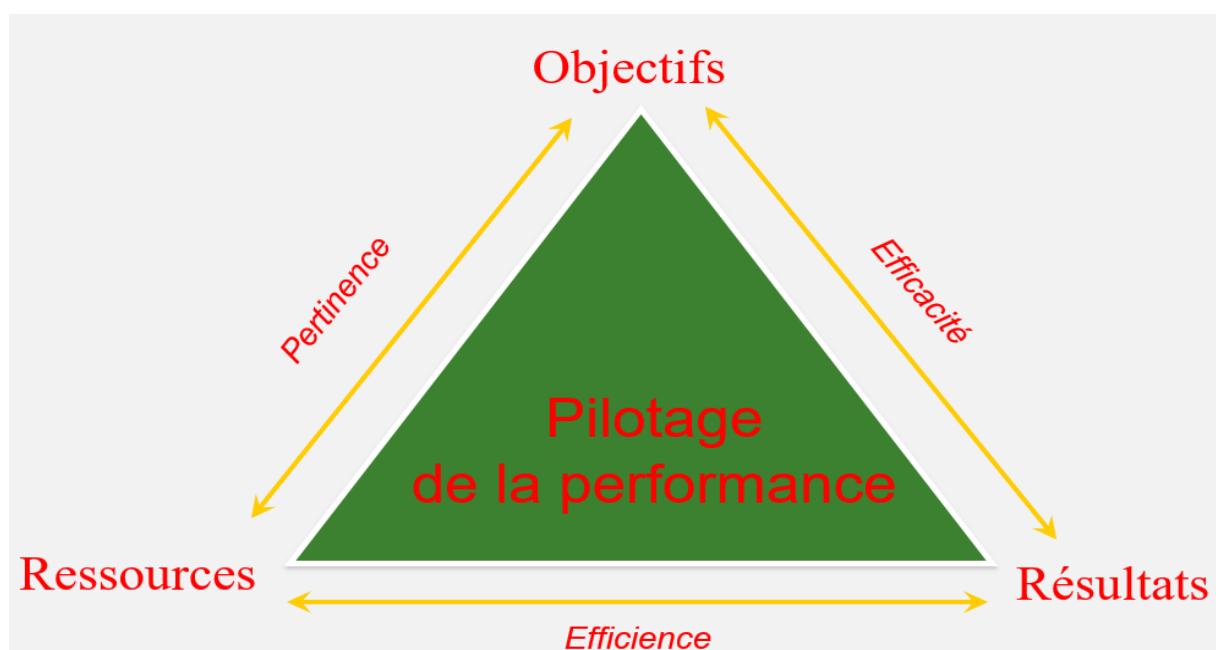
- Part des fonds propres et de la dette subordonnée : 35 à 50% du financement total
- Dette senior : 3 à 5 fois l'EBITDA
- Part in fine : 25% maximum de la dette senior

Cette première phase de montage du projet est essentielle et demande beaucoup de rigueur. Si elle est correctement réalisée, elle donnera suite à un octroi de la dette senior qui permettra aux acquéreurs de financer leur projet LBO. Dans ce cas de figure, l'entreprise devra mettre en place un procédé d'analyse lui permettant de maintenir sa performance financière tout en étant vigilant sur les différents risques à court, moyen et long terme.

Cette deuxième phase de maîtrise des risques fait directement appel au concept de contrôle de gestion. Cela correspond à l'analyse notamment chiffrée des différents résultats, pratiques, objectifs et de la gestion d'une entreprise en général afin d'en améliorer la maîtrise et les performances au fil du temps. On a vu dans 1.4 – Le rôle clef du management dans une opération LBO le rôle prépondérant du corps managérial dans la conduction du projet LBO. L'aspect opérationnel de ce rôle sera notamment guidé par le contrôle de gestion qui va influencer le comportement des managers afin de mettre en place la stratégie de l'entreprise. En effet, à partir des données analysées, la formulation des prévisions et la comparaison des performances passées et futures, il est possible de définir des objectifs et d'identifier les différentes menaces présentes dans l'environnement de l'entreprise.

En outre, on recherche tout au long du projet LBO à piloter la performance financière :

Graphique 6 : Le pilotage de la performance



Eric Cauvin – Contrôle de Gestion et Evaluation des performances page 3 - IAE de Nice, 2020/2021

On peut constater sur ce graphique que les trois axes Ressources, Résultats et Objectifs sont directement liés. C'est en effet sur la base des résultats passés et des ressources à disposition, connus grâce aux différents reportings, suivis budgétaires, analyses des coûts et de la comptabilité, que l'on sera en mesure de dresser des objectifs cohérents. Ces derniers donneront lieu à l'élaboration d'une stratégie définie, d'un business plan, de plans opérationnels et de la fixation de budgets. Ils seront par la suite comparés aux résultats futurs qui dépendent évidemment des ressources dont l'entreprise dispose.

Ce procédé d'analyse permet d'une part d'améliorer considérablement la maîtrise et les performances de l'entreprise au cours du temps et d'autre part de prévenir notamment un « retournement de conjoncture » ou d'une « baisse de la rentabilité » pouvant mettre en péril le projet LBO.

L'effet de levier d'une opération LBO permet de dégager une rentabilité élevée, proportionnellement aux risques engendrés. Afin de rendre ce type d'opération pertinente, nous avons vu qu'il est essentiel de maîtriser ces risques liés, à l'octroi du prêt à travers une structuration complète et organisée de l'opération puis tout au long du projet en pilotant la performance de l'entreprise.

Dans la conjoncture actuelle et dans cette optique de contrôle des risques, les établissements bancaires mettent en place un processus complet qui permet de maximiser cette maîtrise et qui montre la rigueur avec laquelle l'entreprise doit réaliser son dossier LBO pour qu'il soit validé. Au cours de ce processus, on retrouve le « contrôle de second niveau » qui permet de vérifier le niveau de risques à posteriori de l'octroi. Nous allons voir ci-après deux de ces contrôles sur des cas de LBO anonymés de la CEEAZ, nous permettant de voir en pratique la structuration d'un dossier LBO mais également le procédé d'analyse et de contrôle du risque sur ce type d'opération.

PARTIE 3 – CAS PRATIQUES : CONTROLES DE SECOND NIVEAU SUR CREDITS LBO OCTROYES

Dans un contexte de liquidité sur le marché et d'appétence au risque des différents acteurs, le marché du LBO reste actif avec des structures contractuelles toujours plus agressives : volume de transactions covenant-lite (couramment appelés prêts « cov-lite ») élevé, forte proportion de transactions réalisées avec un ratio de levier supérieur à 6 (la dette représentant plus de 6 fois l'EBITDA) ainsi qu'une hausse constante des valorisations.

Face à cela, la BCE (Banque Centrale Européenne) a publié en mai 2017 une « guidance » pour les banques en zone euro visant à encadrer le marché des opérations à effet de levier. Cette guidance a pour objet d'« instaurer des pratiques saines en matière d'octroi de crédit et de gestion des risques en vue de favoriser un bon financement de l'économie réelle » et de « faciliter l'identification des opérations à effet de levier afin de fournir à la direction générale une vision complète des activités de prêt à effet de levier », qui se traduit notamment par « des obligations de déclaration concernant les opérations à effet de levier » ou « une gestion plus stricte des risques associés à ces expositions ».

Malgré ce durcissement du règlement, le contexte de récession économique en zone euro et le long processus de désendettement public et privé continuent de peser sur les perspectives de croissance. De plus, avec le manque récurrent de visibilité à long terme sur les prévisions des cash-flows, le positionnement des établissements bancaires comme prêteurs et partenaires des entreprises doit inciter à aborder le marché du LBO avec l'assurance de la maîtrise des risques liés à ces opérations.

Les banques mettent par conséquent en place une politique stricte concernant ces opérations et impliquant différents critères dont l'application permet de maximiser la maîtrise des risques. Afin de procéder à l'octroi du crédit LBO, le dossier est soumis à une analyse puis à une contre-analyse par les experts financiers de l'établissement qui se basent notamment sur ces critères. Ce processus met en avant la nécessité de complétude et de solidité pour l'entreprise dans le montage de son opération.

Afin de compléter ce processus de maîtrise des risques, l'établissement bancaire met en place des contrôles de second niveau, visant à estimer le risque de contrepartie à l'octroi, a posteriori de l'accord. Nous allons voir ci-après les différents critères qu'intègrent ces contrôles puis nous en présenteront deux sur des cas LBO de la CECAZ, réalisés en collaboration avec Sylvie Joubin, *analyste crédits* de l'unité Risques de crédits.

3.1– Réglementation et critères de contrôles :

Dans le cadre de la réalisation de ces contrôles de second niveau, l'analyste doit examiner différents points de contrôle en fonction du type de crédit contrôlé. Pour les LBO et afin de réaliser une analyse complète et pertinente, il est essentiel d'être vigilant sur les points suivants :

- Présence de la garantie usuelle, a minima (nantissement des actions de l'entreprise-cible avec séquestre des actions nanties)
- Structure financière solide (bon niveau de fonds propres et de trésorerie nette notamment)
- Evolution cohérente de la rentabilité (analyse de la CAF et de l'EBITDA au cours des dernières années)
- Niveau de dette avant et après octroi
- Evaluation de l'environnement, de la position commerciale et des opportunités de l'entreprise
- Analyse de la capacité de remboursement (test d'évaluation de la capacité de remboursement)
- Calcul du ratio de levier estimant le couple rentabilité-risques
- Cohérence du business plan (cas standard et scénario stressé incluant notamment un tableau de cash-flows prévisionnel)
- Analyse critique de la valorisation de la société-cible
- Respect du schéma délégataire et de la politique de risques

- Intervention d'un cabinet juridique spécialisé pour la rédaction des contrats dans le cadre d'opérations supérieures à 10M d'euros
- Analyse et suivi des sponsors financiers en cas de présence dans le dossier

L'exhaustivité des documents ayant permis la prise de décision sur le dossier est absolument nécessaire afin de réaliser une analyse complète et pertinente, permettant de compléter ce processus de contrôle des risques. L'entreprise doit par conséquent impérativement aborder tous les différents aspects de son projet LBO et présenter à l'établissement prêteur une maîtrise totale.

Nous verrons ci-après deux exemples de ces contrôles sur des entreprises anonymées, clientes de la CAISSE D'EPARGNE COTE D'AZUR, nous permettant d'analyser en pratique des cas de LBO et d'évaluer les risques engendrés dans le processus de maîtrise du risque de crédit.

3.2– Cas pratique 1 : Contrôle de second niveau sur l'entreprise A et B :

Notre premier contrôle et cas pratique porte sur deux entreprises exerçant dans le secteur du bâtiment. La « société 1 » a sollicité la CAISSE D'EPARGNE COTE D'AZUR (CECAZ) pour le rachat partiel des parts de deux entreprises qu'elle possède déjà en partie et que nous nommerons : « entreprise A » (possédée initialement à hauteur de 50,30%) œuvrant dans la construction de bâtiments et « entreprise B » (possédée initialement à hauteur de 49,60%) réalisant de la promotion immobilière. Le restant des parts des deux entreprises est détenu par les mêmes actionnaires d'une seule et même société familiale que nous nommerons « entreprise 2 ».

Commençons par remarquer le type de LBO utilisé dans cette opération : l'Owner Buy-Out. On remarque comme défini dans *1.2 – Les différents types de LBO*, qu'une partie des entreprises A et B est cédée par la famille possédant la société 2 leur permettant une rentrée d'argent effective tout en gardant des parts dans les deux entreprises. Si pour l'entreprise A ces derniers n'étaient pas actionnaires majoritaires, ils l'étaient en revanche pour l'entreprise B ce qui entraîne d'importantes modifications dans l'organisation du pouvoir de décision. On rappelle effectivement qu'être actionnaire majoritaire permet de disposer de toutes décisions finales puisqu'elles doivent être prises à la majorité par les actionnaires d'une entreprise. Ainsi, après

l'opération, il est prévu que l'entreprise 1, par la création d'une NewCo (holding de reprise), possède respectivement 80,00% et 71,6% des entreprises A et B.

Afin de prendre une décision quant à la demande d'octroi réalisée, il est nécessaire d'analyser le dossier sous ses différents aspects (plan de financement, profil de la cible et de l'acquéreur, organisation et exécution du business plan, garanties proposées, etc...) pour évaluer les plus-values mais également les risques pris dans cette opération de rachat d'entreprises. Si une analyse ainsi qu'une contre-analyse sont réalisées avant l'octroi, la banque va également mettre en place un contrôle de second niveau afin d'assurer une sécurité maximale lors de ces opérations à haut risques. Nous allons voir les différents points permettant cette maîtrise du risque.

Pour cela, il est tout d'abord important d'analyser le profil et l'environnement de l'acquéreur mais aussi et surtout des sociétés-cibles puisqu'elles vont être déterminantes dans le processus de remontée des dividendes pour le remboursement de la dette. L'entreprise 1, entreprise historique produit de solides revenus depuis des années. Ses actionnaires sont connus du secteur qui est de plus dynamique, ce qui permettra de nouvelles opportunités de projet pour les sociétés-cible. Les entreprises A et B affichent également de récents très bons bilans.

L'entreprise B a réalisé une excellente année 2020 présentant un résultat net de 14M€ contre 7,6M€ en 2019. Cet écart est notamment dû à l'activité de l'entreprise qui on le rappelle exerce dans la promotion immobilière et génère à ce titre des revenus aléatoires. Néanmoins, depuis de nombreuses années l'entreprise B génère une rentabilité élevée avec une dette bancaire nulle. Elle a de plus présenté plus de 17M€ de trésorerie nette fin 2020 et des capitaux propres à hauteur de ses bénéfices attestant d'une structure financière très saine. L'analyse réalisée sur les états financiers de l'entreprise B font également ressortir une excellente capacité de remboursement.

L'entreprise A présentait une CAF et un EBITDA à hauteur d'environ 5,6M€ en 2019 et 5,1M€ en 2020 ainsi qu'une marge brute d'environ 6,2M€ ces deux années attestant de sa solide capacité de rentabilité dans le temps, malgré l'impact de la crise sanitaire. Forte de sa structure financière, l'entreprise A peut compter sur ses capitaux propres (11,7M€ en 2019 et 10,8M€ en 2020) ainsi que sur sa trésorerie nette (environ 10M€ au closing en 2020). La dette brute est quasi-nulle sur les deux exercices (0,139M€ en 2020) attestant définitivement de l'excellente

situation financière de l'entreprise A. Cette dernière est de plus déjà engagée dans 3 projets entre 2020 et 2025 lui assurant un chiffre d'affaires confortable sur cette période comme en atteste le prévisionnel suivant, ne s'appuyant que sur les contrats signés à ce jour :

Graphique 7 : Prévisionnel des contrats signés par l'entreprise A

en K€	2020 Prév	2021 Prév	2022 Prév	2023 Prév	2024 Prév	2025 Prév
Chiffre d'affaires	65 799	83 054	148 965	25 541	5 349	3 400
Coût d'approvisionnement	(46 648)	(69 801)	(69 395)	(24 620)	(3 591)	(2 750)
Total marge brut	19 151	13 253	79 570	921	1 758	650
% de marge brut	29,1%	16,0%	53,4%	3,6%	32,9%	19,1%
% décote aléa/imprévis	0,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Redistribution recettes des tiers	(6 359)	(4 513)	(34 708)	-	-	-
Marge	12 792	8 342	42 475	893	1 705	631

Document confidentiel CECAZ – Comité des engagements du 26/03/2021 page 39

On calcule désormais le ratio de levier présenté dans la partie 2.1 – Le levier financier afin d'estimer le couple risques-rentabilité des fonds propres de l'opération, en incluant le futur potentiel endettement dans la dette brute. On précise que l'on réalise ce calcul seulement pour l'entreprise puisqu'elle présente des revenus stables au vu de son activité, contrairement à l'entreprise B qui génère des revenus aléatoires. Il en ressort donc un ratio de 9,1. Dans cette situation, il est recommandé par la politique de risques que ce ratio soit inférieur à 4,5 et implique donc directement une décision de la part du directoire de la banque. L'analyse réalisée sur les états financiers de l'entreprise A font donc ressortir une solide capacité de remboursement avec de plus des résultats constants.

On remarque également que les deux entreprises-cibles sont impliquées dans 4 litiges sur le plan judiciaire à l'heure actuelle. Toutefois, cet aspect est à relativiser au regard de leurs positions dans ces litiges. Le 1^{er} litige concerne un défaut de versement d'un client suite à un appel de fonds, ce qui assure à l'entreprise B une issue favorable ou nulle. Le 2^{ème} renvoie à un

accident de grue ayant impliqué une fermeture de chantier pendant deux mois. Là encore, la décision judiciaire ne peut aller que dans le sens de l'entreprise A ou à défaut, n'avoir aucun effet. Ce n'est pas le cas du 3^{ème} litige puisqu'il concerne un client ayant fait réaliser l'expertise d'une construction réalisée par la société et qui devrait être rebâtie à cause de la présence de moisissure. Le coût potentiel estimé serait de 1 million d'euros partagé entre les 4 différentes sociétés présentes sur le dossier, ce qui reviendrait à une perte mineure pour l'entreprise A. Enfin, le dernier litige fait suite à l'attaque judiciaire d'un client pour lequel la quote-part (part de revient) n'aurait pas été retenue sur un projet. Dans le « worst case scenario », la perte serait estimée à environ 15 millions d'euros. Ce dernier litige est finalement le seul préoccupant au regard de son coût potentiel. L'entreprise s'est engagée à réaliser la provision pour un éventuel dénouement en sa défaveur. On note aussi que la décision finale du jugement interviendra après la fin du remboursement du crédit octroyé et que la somme maximale que pourrait potentiellement payer l'entreprise reste relativement raisonnable au vu de sa situation financière.

Un autre élément très important que l'analyste doit retenir dans son étude du dossier est le plan de financement. Élément central de tout montage financier, il permet à l'acquéreur de montrer comment le financement du projet va s'articuler. Tout d'abord, cela commence par une bonne valorisation des sociétés-cibles, afin de savoir quelle quantité de fonds il est nécessaire de lever et comment articuler le futur financement.

La valorisation est ici correctement réalisée par l'entreprise 1, avec l'utilisation de différentes méthodes et d'une moyenne de ces méthodes calculée afin de maximiser l'exactitude du résultat. Il en découle une valorisation à hauteur de 108,8M€ pour 195 parts et 77,4M€ pour 1000 parts respectivement pour les entreprises A et B. Souhaitant acquérir respectivement 58 et 220 parts des entreprises A et B, il lui faudra donc réunir 49,4M€. L'entreprise 1 peut d'ores et déjà s'appuyer sur 9,4M€ correspondant aux quotes-parts des avances octroyées par l'entreprise B à ses actionnaires, au prorata des actions qui seront cédées (on parle de « compensation de créances »). Pour ce qui concerne le reste du financement, l'entreprise A réalise une demande de financement dite « en pool », c'est-à-dire qu'un autre établissement bancaire est sollicité dans l'opération pour atteindre le montant demandé (il peut y en avoir plusieurs). Ainsi, le montant total demandé toutes banques confondues est de 40 M€. Il correspond à la dette senior qui est ici partagée entre les deux établissements qui sont alors dits

« arrangeurs » de l'opération. La demande correspond ainsi à un prêt de 51 mois amortissable. Le fait qu'il n'y ait pas de part « in fine » est rassurant pour la banque, c'est en effet dans ces cas-là qu'il y a le plus de défauts de paiement. On note que les 50,30% et 49,60% de parts des entreprises A et B possédées avant opération sont considérées comme des « apports en fonds propres » dans le cadre du montage financier.

Une fois la valorisation faite et la situation des cibles analysée, l'entreprise 1 doit réaliser un business plan qu'elle présentera à son créiteur. On rappelle qu'il est également important de réaliser un business plan stressé (ou dégradé) afin de montrer que même les situations les plus désavantageuses ont été imaginées et que même dans ces cas-là l'entreprise pourra procéder au remboursement de la dette. On imagine alors ici une baisse de rentabilité passant de 24 à 12% pendant toute la durée du remboursement ainsi qu'aucune nouvelle opportunité de projet ne se présente sur les exercices 2023, 2024 et 2025. On constate que la capacité financière permet tout de même de rembourser le service de la dette. Il est toutefois important de veiller à ce que le débiteur ne gonfle pas son business plan dans le but de faire valider son projet et de se voir octroyer le prêt. Après analyse, le business plan et le business plan stressé semblent cohérents au vu des résultats passés et de la situation actuelle et prévisionnelle de ces deux entreprises ce qui est très favorable dans le processus de décision de la demande d'octroi.

On note que selon les dossiers, il est parfois possible de racheter les encours avec le nouveau crédit octroyé : on parle alors d'un refinancement de la dette.

Enfin, dans ce type de projet à haut risques, il est important pour l'acquéreur d'apporter les garanties nécessaires au créiteur. Comme vu précédemment, la présence de covenants est essentielle. On en compte ici 3, avec une vérification annuelle du bon respect de ces derniers :

- $\frac{\text{Dette bancaire nette}}{\text{Capitaux propres}} \leq 1$ (covenant nommé « gearing »)
- $\frac{\text{Dette bancaire nette}}{\text{Résultat d'exploitation}} \leq 3$
- $\text{Trésorerie nette} \geq 10 \text{ millions } \text{€}$

Ces covenants sont rattachés à une « clause equity cure » : en cas de non-respect d'un ou plusieurs covenant(s), les actionnaires ont la possibilité de réaliser un apport en fonds propres ou de réaliser un prêt subordonné à la dette senior afin de respecter les ratios ci-dessus. S'il(s)

venai(en)t à ne pas être respecté(s), cela donnerait la possibilité au créancier de procéder à un remboursement anticipé partiel ou total avec notamment l'activation des garanties si besoin est, impliquant le paiement d'une indemnité fixée à l'avance.

On remarque que dans ce cas présent, le gearing sera très facilement inférieur à 1 puisqu'une grande partie des titres étaient déjà possédés avant l'opération et seront donc considérés comme un apport en capitaux propres.

En plus de ces covenants et de la « clause equity cure », il existe une « clause d'excess cash-flow ». Cette clause stipule que tout gain supérieur à ce qui a été fixé dans le business plan devra être utilisé en priorité pour le remboursement de la dette senior.

Une convention de subordination de la dette est correctement rédigée et fait état des priorités de remboursement des différentes dettes contractées par l'entreprise.

Enfin, un nantissement des actions des deux entreprises avec un séquestre des actions nanties est prévu. C'est une garantie sur les actions des entreprises A et B avec une acquisition de ces titres en cas de défaut de paiement. On rappelle que cette assurance pour la banque correspond à la garantie usuellement utilisée dans le cadre d'une opération LBO.

En résumé, les garanties engagées par l'entreprise A sont satisfaisantes dans le cadre de la demande de financement présentée.

On a donc ici étudié les profils, situations et environnements des entreprises A, B ainsi que de l'acquéreur : la société 1. On a de plus analysé le plan de financement présenté ainsi que les garanties liées qui apparaissent comme satisfaisantes. La maîtrise du risque est organisée dans ce dossier pour lequel l'établissement bancaire a accédé à la demande de financement du client, tout en respectant le schéma délégataire. Cet octroi permet par ailleurs une entrée en relation des entreprises A et B avec la CECAZ avec une domiciliation importante des flux respectifs et permet de maintenir une bonne relation avec l'entreprise 1.

Après analyse du dossier, le contrôle permanent réalisé sur ce dossier LBO ne fait état d'aucune anomalie particulière à relever.

3.3– Cas pratique 2 : Contrôle de second niveau sur l'entreprise C :

Généralement, les projets LBO sont correctement structurés et ne présentent pas de risque particulier au moment de la demande d'octroi avec des entreprises saines et capables de dégager de forts résultats à l'instant T, à l'instar du dossier présenté pour l'acquisition partielle des entreprises A et B. C'est par la suite, avec une éventuelle « baisse de la rentabilité » ou un « retournement de conjoncture » que les risques peuvent s'accroître et menacer la pérennité de l'opération.

Néanmoins, il arrive que la maîtrise du risque d'un dossier LBO ne satisfasse pas l'établissement bancaire qui n'accepte pas de donner son plein accord pour l'octroi du prêt. C'est le cas pour l'entreprise C.

Ce dossier est assez particulier. Les actionnaires et le management actuel de la société exerçant dans le milieu médical ont sollicité la CAISSE D'ÉPARGNE COTE D'AZUR et un autre tiers, banque historique de la société, afin d'accompagner de potentiels repreneurs dans le cadre d'une cession à 100% de l'entreprise C. Dans ce contexte, un appel aux investisseurs est lancé et le meilleur parti sera choisi par les actionnaires actuels qui souhaitent vendre l'entièreté des titres de leur société. Une fois les investisseurs sélectionnés et le contrat signé, une Holding de reprise sera créée. Cette société-mère possèdera alors l'entreprise C acquise avec les fonds amenés par ces investisseurs et la dette contractée auprès des établissements bancaires permettant la mise en place de l'opération à effet de levier.

Comme évoqué ci-dessus, il arrive que les dossiers LBO présentés à la banque pour l'octroi d'un prêt ne garantissent pas une maîtrise du risque suffisante pour donner une réponse positive. Nous allons donner un exemple de cette situation à travers l'analyse de ce cas.

Dans un premier temps et dans le même esprit que la première analyse portant sur les entreprises A et B, commençons par analyser le profil et l'environnement de l'entreprise C. La société est issue d'un rapprochement récent entre deux groupes d'équipement médical, fabricant et distributeur en France, en Europe et dans le monde. La société a présenté de bons fondamentaux en 2020 et est également sur une bonne dynamique en 2021. On remarque notamment un CA 2020 à hauteur de 20,5M€ avec 10% de marge d'EBITDA et un actif net à

hauteur de 4,6M€ pour une dette nette totale de 7,6M€, comme en témoignent les données ci-dessous :

Graphique 8 : Données financières portant sur les bilans 2019 et 2020 de l'entreprise C

Currency: €k	FY19A	FY20A	Cumul	Currency: €k	Jun19A	Jun20A	Var. 19/20
EBITDA	401	2,020	2,421	Goodwill	7,754	7,754	-
Cash items below EBITDA	(64)	1	(63)	Intangible assets	1,866	1,582	(284)
Change in trade WCR	(373)	138	(236)	Tangible assets	384	450	66
Non cash items	237	(65)	173	Financial assets	247	250	3
Change in trade WCR (excl. factoring)	(136)	73	(63)	Net fixed assets	10,250	10,036	(215)
Change in non trade WCR	(176)	(225)	(401)	Inventories	2,924	3,290	366
Non cash items	(3)	-	(3)	Trade receivables	1,827	711	(1,116)
Change in non trade WCR	(179)	(225)	(405)	Trade payables	(2,282)	(2,634)	(352)
Change in cash WCR (excl. factoring)	(315)	(152)	(467)	Trade working capital	2,468	1,366	(1,102)
Operating cash flow	22	1,868	1,891	Social receivables / (payables)	(545)	(562)	(16)
Capex (excl. capitalised prod.)	(187)	(228)	(415)	Tax receivables / (payables)	(56)	(412)	(356)
Change in fixed assets suppliers	27	8	35	Prepaid expenses	291	175	(115)
Net Capex (excl. cap. product.)	(160)	(220)	(380)	Deferred income	(160)	(160)	-
Free cash flow before CIT	(138)	1,649	1,511	Other receivables / (payables)	311	1,024	713
Cash flow related to CIT & CIR	132	42	174	Non trade working capital	(160)	65	225
Free cash flow	(6)	1,691	1,685	Working capital requirement	2,308	1,432	(876)
Operations impacting Equity	50	22	72	Cash & equivalents	(494)	1,330	1,824
Change in equity investment	(303)	-	(303)	Current accounts	(1,088)	(1,088)	0
Change in financial assets	12	(3)	9	Convertible bonds	(4,954)	(5,236)	(281)
Change in convertible bonds	48	-	48	Financial loans	(2,316)	(2,030)	287
Change in financial loans	821	(287)	534	Other financial debt	(214)	(210)	4
Change in factoring position	107	964	1,072	Net financial debt	(9,066)	(7,234)	1,833
Change in other financial debt	(1)	(4)	(5)	Fixed assets suppliers	(27)	(35)	(8)
Cash financial result	(194)	(88)	(282)	Provisions for risks & charges	(357)	(266)	91
Financial cash flow	781	586	1,367	Corporate income tax	153	161	8
Cash extraordinary result	(330)	(471)	(802)	Deferred tax assets	453	540	87
Other	(7)	-	(7)	Other assets/(liabilities)	222	400	179
Cash flow	197	1,824	2,021	Net assets	3,714	4,634	920
Cash at opening	(691)	(494)	(691)	Net equity	3,714	4,634	920
Cash flow	197	1,824	2,021	KPIs			
Cash at closing	(494)	1,330	1,330	DIO - in future days of sales	72	67	(6)
KPIs (in % of EBITDA)				DSO - in days of sales	64	43	(20)
FCF before CIT	(34%)	82%	62%	DPO - in days of purchases	72	44	(28)
FCF after CIT	(1%)	84%	70%	Reported NWC - in days of sales	40	26	(14)

Document confidentiel CCAZ – Comité des engagements du 16/04/2021 page 24

On peut en effet voir un EBITDA cinq fois plus élevé, des cash-flows qui ont presque décuplé, une dette nette et un BFR en baisse si l'on compare les périodes 2019 et 2020. Cependant, ces résultats sont à relativiser au vu du secteur d'activité dans lequel exerce l'entreprise C. En effet, ces résultats ont été portés par le contexte de période sanitaire et il est nécessaire de se demander s'ils seront toujours aussi favorables dans la période post COVID-19. Si cette dynamique est amenée à perdurer plusieurs années, elle ne devrait pas se prolonger jusqu'à la fin de la période de remboursement de la dette sénior.

Par ailleurs, un des fonds d'investissement s'étant positionné sur le dossier provient de l'étranger dans une zone à fort potentiel dans ce secteur d'activité ce qui pourrait permettre un

relai de croissance à la suite de cette période pour l'entreprise. Ce « fonds 4 » posséderait donc minoritairement la nouvelle holding, tout comme le personnel encadrant qui investirait à hauteur de 15% du capital. On aurait donc un maintien du corps managérial en place qui serait de plus impliqué financièrement dans la transaction, ce qui apparaît comme très positif et rassurant pour le créancier. Enfin, un « fonds 3 » agréé par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) posséderait la majeure partie de la « NewCo » (holding de reprise). On note que l'équipe de la société issue du fonds 3, reprenant majoritairement l'entreprise C, est présentée avec un organigramme bien structuré composé de membres possédant de solides expériences en Private Equity (investissement en fonds propres).

Il est également à noter qu'une des sous-filiales de l'entreprise C a connu en 2018 deux procédures de conciliation (pratique amiable de résolution de conflits avant toute procédure judiciaire) suite à la mauvaise gestion de la sous-filiale qui a connu notamment beaucoup de changements de dirigeant au cours des dernières années. La situation semble s'être améliorée depuis mais cette société est toujours en statut dit « sensible » puisque des encours sont encore provisionnés en leurs livres, en attente de remboursement.

L'entreprise C dispose par ailleurs d'une solide position commerciale et de bonnes perspectives de développement. En effet, une analyse des parts de marché en fonction de chaque pays a été réalisée démontrant de bons résultats en Europe, en Afrique et des opportunités en Asie. L'entreprise souhaite de plus être innovante et se positionner parmi les meilleures sociétés de son secteur d'activité en développant notamment ses canaux de distribution à l'importation comme à l'exportation. Si la croissance organique de l'entreprise C est donc organisée, les acquéreurs envisagent également de maintenir leur croissance externe à travers la future acquisition de nouvelles cibles.

Intéressons-nous désormais au plan de financement proposé par les repreneurs de l'entreprise C.

Tout d'abord, notons qu'il s'agit de la 3^{ème} demande d'octroi puisque les plans de financement présentés précédemment comprenant la participation de la CECAZ n'étaient pas satisfaisants au vu des risques pris dans ce dossier. Nous allons voir ci-après en quoi ces demandes n'étaient pas satisfaisantes et si la 3^{ème} pourrait potentiellement l'être.

Comme avec les entreprises A et B, une valorisation et un business plan de l'entreprise-cible ont été réalisés, dont nous allons vérifier le réalisme. La valorisation, faite en amont par un cabinet externe spécialisé, a été confirmée par les équipes de BPCE (Banque Populaire Caisse d'Epargne, groupe auquel appartient la CECAZ) par le biais de la « méthode du multiple d'EBITDA » à hauteur de 16,2M€.

Le business plan (BP) réalisé par la direction de l'entreprise C semble de plus cohérent après analyse. Afin d'envisager tout scénario en défaveur des acquéreurs, le BP a été stressé de différentes manières par notre service Ingénierie financière. Dans le cas d'une baisse des cash-flows, le BP stressé indique un « bris de covenant » lors de la 4^{ème} année ce qui signifie que dès 2024, l'entreprise ne respecterait plus le covenant lié aux cash-flows fixé dans le contrat de l'opération LBO comme montré ci-dessous :

Graphique 9 : Business plan stressé de l'entreprise C avec bris de covenant

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Total - CA	21 224,5	20 452,4	21 141,1	21 978,1	23 072,2	24 353,3
% yoy	+19,6%	(3,6%)	+3,4%	+4,0%	+5,0%	+5,6%
Gross margin	10 386	9 652	10 141	10 318	10 713	11 252
% CA	48,9%	47,2%	48,0%	46,9%	46,4%	46,2%
Contribution margin	8 504	7 706	8 166	8 316	8 682	9 191
% CA	40,1%	37,7%	38,6%	37,8%	37,6%	37,7%
EBITDA Reporté	2 778	1 897	2 167	2 095	2 177	2 356
% CA	13,1%	9,3%	10,3%	9,5%	9,4%	9,7%
EBITDA Ajusté	2 302	2 192	2 167	2 095	2 177	2 356
% CA	10,8%	10,7%	10,3%	9,5%	9,4%	9,7%
FCF	1 802	1 776	1 256	1 090	933	915
% EBITDA	78,3%	81,0%	58,0%	52,0%	42,9%	38,8%
Trésorerie initiale	n.a.	600	2 376	3 632	4 722	5 655
Trésorerie finale	600	2 376	3 632	4 722	5 655	6 570

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EBITDA/Frais Financiers	n.a.	18,2x	14,6x	15,9x	19,0x	24,2x
Covenant	n.a.	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x
DFNT/EBITDA	n.a.	2,3x	1,8x	0,9x	0,1x	-0,7x
Covenant	n.a.	3,5x	3,0x	3,0x	2,5x	2,5x
Cash Flow/Service de la dette	n.a.	14,76x	1,25x	1,10x	0,96x	0,96x
Covenant	n.a.	1,05x	1,05x	1,05x	1,05x	1,05x

Document confidentiel CECAZ – Comité des engagements du 16/04/2021 page 35

La ligne FCF (Free Cash-Flow) correspondant aux cash-flows montre que le covenant Cash-Flow / Service de la dette fixé > 105% (que nous verrons ci-après) n'est plus respecté à partir de 2024 dans cette situation.

Ce BP stressé est de plus assez optimiste puisqu'il se base sur les résultats 2020, qui ont été plus performants que ceux des exercices 2018 et 2019, avec notamment un EBITDA et des

cash-flows plus élevés. Il reste toutefois réalisable si on considère que les manques sont compensés par un cumul de trésorerie. Cet aspect apparaît tout de même négatif et atteste de la fragilité du projet liée à l'entreprise C.

Ainsi, le plan de financement proposé initialement par les potentiels acquéreurs (fonds 3, fonds 4 et corps managérial) comprenait un apport en fonds propres de 47%, un endettement de 42% et un endettement obligataire de 11% du montant de l'opération. 80% de la dette sénior, (correspondant à 6M€) est dite « moyen-long terme » (MLT) et serait alors amortissable sur 6,5 années tandis que les 20 % restant (soit 1,5M€) serait « in fine », c'est-à-dire à rembourser dans leur entièreté au bout de 7 ans. Ce procédé est courant mais présente, comme vu précédemment, un risque supplémentaire pour l'établissement bancaire. On remarque que dans la composition de la dette MLT, on trouve une part de 1,5M€ dédiée à la croissance externe de l'entreprise C, attestant de sa volonté d'acquérir dans le futur de nouvelles cibles ce qui pourrait aussi avoir comme effet de multiplier les risques engendrés. Enfin, dans ce plan de financement, on compte également des lignes dites « court-terme » (CT) à savoir : une facilité de caisse correspondant à un découvert autorisé de 600K€ pour l'entreprise, et un crédit documentaire de 600K€ qui permettrait ici de procéder à une opération d'import en Asie d'équipement médical professionnel après l'acquisition de l'entreprise C. A cela s'ajouterait une dernière opération de change de devises avec un achat de 1M d'USD en Asie afin de couvrir l'opération d'import, comprenant ainsi une faible part de risques de change, estimée par nos experts à hauteur de 150K€, mais qui permettrait à l'entreprise de récupérer le matériel nécessaire lui permettant de réaliser ses futures transactions commerciales. On note de plus que le prêt octroyé servirait à refinancer la dette actuelle avec une réorganisation et restructuration de l'endettement montrant de bons signes de stabilité pour l'entreprise.

Pour ce qui est du prêt obligataire, il serait contracté auprès des fonds 3 et 4 avec un remboursement subordonné à la dette senior et s'élèverait à un montant de 2M€.

Suite à cette première demande de financement adossé au plan décrit ci-dessus, la CECAZ a estimé que sa participation de 60% (3,6M€) dans la structuration de la dette sénior était trop élevée au vu des risques présents dans l'opération et de la relation historique entretenue par l'entreprise-cible et l'autre tiers prêteur. Il s'en est donc suivi un refus de la part de la CECAZ et une nouvelle demande de financement avec les mêmes conditions à l'exception d'une participation à hauteur de 30% (à la place de 60%) dans la structuration de la dette senior, la suppression de la ligne liée à la croissance externe de l'entreprise, une baisse de la facilité de

caisse à 300K€ et une augmentation du crédit documentaire à 900K€ permettant une ventilation des lignes CT. Cette nouvelle demande, après analyse et contre-analyse, s'est également soldée par une réponse négative de la part de la CECAZ. Enfin, suite à ce nouveau refus, une 3^{ème} demande a été formulée comprenant les mêmes conditions avec la suppression totale de la facilité de caisse. Avant de voir quelle a été la réponse du directoire concernant l'octroi de ce prêt et de livrer une analyse de second niveau, voyons ci-après quelles sont les garanties proposées par les potentiels acquéreurs.

Au niveau des covenants fixés dans ce dossier LBO, on retrouve :

- Ratio DSCR > 105 %
- Ratio de levier < 3,5 au closing (fin 2021)
- Ratio de levier < 3 en 2022
- Ratio de levier < 2,5 en 2023

Le covenant lié au ratio DSCR, assurant une solide rentrée de cash-flows, est celui qui pourrait être brisé dans le cas du BP stressé vu précédemment. La baisse du ratio de levier chaque année est par ailleurs une manière pour la banque de s'assurer que l'évolution de la situation de l'entreprise est conforme aux prédictions initiales et que l'on possède une continuité dans la maîtrise du risque. En effet, le ratio de levier se basant sur l'EBITDA et l'endettement, il est logique qu'au fil du temps, l'entreprise voit son endettement diminuer puisqu'une majeure partie de la dette senior est amortissable. De plus, l'entreprise est supposée être en pleine croissance, impliquant une rentabilité croissante et par conséquent un EBITDA croissant et une baisse du ratio de levier au fil du temps.

On note la présence de clauses d'« equity cure » et d'« excess cash-flows » comme lors de notre précédent cas.

Une convention de subordination de la dette est correctement rédigée et fait état des priorités de remboursement des différentes dettes contractées par l'entreprise.

Enfin, un nantissement des actions du groupe, des fonds de commerce et de la marque est prévu avec un séquestre comme pour les entreprises A et B.

On a de plus ici la mise en place d'un instrument de couverture de type SWAP ou CAP afin de pallier les risques de taux pris par l'entreprise durant l'ensemble de la durée du remboursement sur ses opérations réalisées dans une devise différente de l'euro.

En résumé, les covenants et les garanties fixés encadrent bien le remboursement ou un éventuel défaut de l'opération LBO.

Au final, cette demande de financement a reçu l'accord du directoire de la CEEAZ sous certaines conditions :

- Participation à hauteur de 20% maximum dans la structuration de la dette senior
- Engagement de domiciliation des flux du groupe à hauteur de l'engagement de la CEEAZ
- Justificatif de l'origine des fonds propres investis par les fonds 3 et 4
- Conformité dans le système informatique de la CEEAZ des différents éléments : grappage, notation de l'ensemble des entreprises du groupe, liens entre ces différentes sociétés

On a étudié le profil, l'environnement et la situation de l'entreprise C, en passe d'être cédée à de nouveaux acquéreurs dans le cadre d'une opération LBO. On a de plus analysé le plan de financement revu et présenté pour la 3^{ème} fois suite à deux premières demandes refusées, car impliquant trop de risques pour la CEEAZ.

Ainsi, nous avons vu que le statut d'entreprise à forte rentabilité pouvait être fragilisé selon l'évolution de la situation de la société, comme en atteste le BP stressé de l'entreprise-cible qui a de plus réalisé de très bons résultats 2020 grâce à la période de crise sanitaire.

L'analyse réalisée sur ce dossier révèle toutefois de bonnes perspectives d'évolution avec un maintien du corps managérial impliqué financièrement dans l'opération, de potentiels futurs actionnaires majoritaires présentant une équipe compétente et un chef d'entreprise expérimenté, un relai de croissance organisé pour la période d'après crise avec notamment des opportunités à travers le monde et de solides garanties engagées.

De plus, la baisse de la participation de la CECAZ dans l'organisation de la dette senior et la suppression de la demande de capital liée à une éventuelle future croissance externe, multipliant les risques engendrés, et le renoncement à la facilité de caisse initialement demandée constituent une demande de financement bien plus satisfaisante en termes de prises de risque pour notre établissement.

Dans ces circonstances et après analyse de ce dossier, le contrôle permanent réalisé sur ce dossier fait apparaître l'octroi du prêt LBO avec une limitation à 20% sur la participation de la dette senior comme étant une décision cohérente, permettant par ailleurs l'entrée en relation avec le groupe ainsi que la domiciliation de ses flux à hauteur de nos engagements.

A travers l'analyse de second niveau de ces deux dossiers LBO, nous avons pu voir en détail la structuration d'un dossier d'opération à effet de levier. Les dossiers LBO font généralement apparaître des structures solides n'impliquant pas un risque élevé pour l'établissement prêteur comme on a pu le voir avec le Cas pratique 1. Néanmoins, certains révèlent des signes d'instabilités remettant en cause la capacité de remboursement de l'entreprise et amenant la banque à reconsidérer voire refuser l'octroi du prêt, comme avec le Cas pratique 2. Le processus de maîtrise des risques et la réglementation liée dans les établissements bancaires en matière d'octroi de crédit mettent en avant la nécessité de complétude et de solidité engagées par l'entreprise dans le montage d'un dossier LBO.

Une structure financière saine, une évolution croissante de la rentabilité, une position commerciale et un environnement avantageux, de solides garanties, une valorisation critique de la société-cible, un management et des acquéreurs expérimentés ainsi qu'une projection objective accompagnée d'un plan de financement cohérent sont autant d'atouts permettant d'assurer la maîtrise des risques dans une opération LBO. C'est en ce sens que le LBO peut être un mode de financement pertinent d'acquisition d'entreprise et conduire à l'octroi du prêt permettant ce financement.

CONCLUSION :

Nous avons défini ce qu'était une opération Leveraged Buy-Out et les différentes formes dérivées qu'elle pouvait prendre.

Nous avons par la suite vu les différents moyens de financement d'une telle opération et relevé l'importance de choisir un plan de financement cohérent, en général majoritairement composé par la dette, ce qui permet l'activation de l'effet de levier. Cet effet de levier, présent sur les plans financier, fiscal et juridique permet en effet de démultiplier la rentabilité des fonds propres engagés par les actionnaires de l'entreprise-cible, mais implique également des risques liés dont il est essentiel d'avoir la maîtrise.

Les acteurs du LBO et notamment le corps managérial, en place ou employé spécifiquement pour ce type d'opération, vont jouer un rôle prépondérant dans la réussite de cette opération. A travers une gestion humaine et opérationnelle, ils seront en charge de maintenir la performance de leur entreprise pour que cette dernière dégage la rentabilité nécessaire au remboursement de la dette contractée.

C'est dans cette optique et avec une structuration initiale saine passant par un choix pertinent de l'entreprise-cible et des acteurs du projet, une projection objective, une valorisation critique, une bonne étude de marché et de l'environnement ainsi que la présentation de solides garanties que les acquéreurs pourront assurer la maîtrise des risques dans cette opération.

Comme nous avons pu le voir dans la Partie 3 – Cas pratiques : Contrôles de second niveau sur crédits LBO octroyés nous ayant permis d'avoir une analyse pratique d'un dossier LBO, c'est uniquement dans ces conditions respectant une politique de risques et des critères strictes que l'établissement prêteur accèdera à la demande d'octroi de prêt, permettant de financer l'opération LBO.

En satisfaisant ce processus de maîtrise des risques et en démontrant leur capacité à assumer le remboursement du service de la dette, les acquéreurs peuvent procéder à l'achat des titres de l'entreprise-cible par le biais d'une opération LBO qui apparaît alors comme étant un mode de financement pertinent de rachat d'entreprise.

BIBLIOGRAPHIE :

Analyse financière et risque de crédit (document confidentiel) - Caisse d'Epargne Côte d'Azur (2020)

Amendement Charasse : principes et sociétés concernées - Ooreka. (2006). Ooreka.fr.

<https://impots-societes.ooreka.fr/astuce/voir/749965/amendement-charasse>

Clermont, T. (2020, 6 janvier). Le régime mère-fille. Le coin des entrepreneurs.

<https://www.lecoindesentrepreneurs.fr/regime-mere-fille/>

Comité des engagements 16/04/2021 (document confidentiel) - Caisse d'Epargne Côte d'Azur

Comité des engagements 26/03/2021 (document confidentiel) - Caisse d'Epargne Côte d'Azur

Contrôle de gestion - Qu'est-ce qu'un contrôle de gestion | SumUp Factures. (2020). Con-

trôle de gestion. <https://sumup.fr/factures/termes-comptables/contrôle-de-gestion/>

Covenant-Lite Loan Definition. (2021). Investopedia. [https://www.investope-](https://www.investopedia.com/terms/c/covenant-lite-loans.asp)

[dia.com/terms/c/covenant-lite-loans.asp](https://www.investopedia.com/terms/c/covenant-lite-loans.asp)

Décision n° 2018–701 QPC du 20 avril 2018. (2018). Conseil constitutionnel.

<https://www.conseil-constitutionnel.fr/decision/2018/2018701QPC.htm>

Demarle, X. (2019, 16 décembre). La France du LBO a maintenu son rang cette année. Capital Finance. <https://capitalfinance.lesechos.fr/analyses/dossiers/la-france-du-lbo-a-maintenu-son-rang-cette-annee-1156689>

E. Cauvin : Cours de Contrôle de Gestion – IAE de Nice, Année universitaire 2020/2021

G. Rovirola : Cours de Logistique et Qualité – IAE de Nice, Année universitaire 2020/2021

Initial Public Offering (IPO). (2021). Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/i/ipo.asp>

Kennisgeving voor omleiding. (2021). Image page de garde.

https://www.google.fr/url?sa=i&url=https%3A%2F%2Ffr.123rf.com%2Fimages-libres-de-droits%2Fcommerce.html&psig=AOvVaw32up-dMfJF1C02iNC7BKIBr&ust=1631305123105000&source=images&cd=vfe&ved=2ahUKEwis16qk2_LyAhUMlBoKHei3BPAQjRx6BAgAEAk

L. (2020a, décembre 8). OBO : L'Owner Buy Out, la solution pour les dirigeants-actionnaires de TPE/PME. FinKey. <https://www.finkey.fr/actualites/obo-owner-buy-out/>

La BCE publie une orientation destinée aux banques concernant les opérations à effet de levier. (2017, 17 mai). [Communiqué de presse]. <https://www.banque-france.fr/communiqué-de-presse/la-bce-publie-une-orientation-destinee-aux-banques-concernant-les-operations-effet-de-levier>

Les montages à effet de levier – LBO (Banque de France, 15/11/2016). https://entreprises.banque-france.fr/sites/default/files/bdf_reffin_chap4_431.pdf

Politique de risques LBO 2021 (document confidentiel) - Caisse d'Epargne Côte d'Azur

RÉ ; Daction, L. (2021, 31 juillet). Cession d'entreprise : définition déroulé et imposition. Place du management dans une opération de cession d'entreprise. <https://www.journaldunet.fr/management/guide-du-management/1201399-la-cession-d-entreprise/>

Schmidt, S. (2021, 5 septembre). Fonds propres et capitaux propres. Compta Online. <https://www.compta-online.com/fonds-propres-et-capitaux-propres-ao2521#:~:text=La%20notion%20de%20fonds%20propres,au%20passif%20du%20bilan%20comptable.>

T. (2020b, septembre 8). *Intégration fiscale régime mère fille : que choisir ? Gerer son entreprise.* <https://gerer-son-entreprise.fr/integration-fiscale-regime-mere-fille/>

Technology, M. L. (2020). *MBO, MBI and BIMBO / Advisers Glasgow, Edinburgh, Scotland.*
Moore Legal Technology. <https://www.maco.co.uk/mbo-mbi-and-bimbo.html>

Wikipedia contributors. (2020, 4 octobre). *Cov-lite.* Wikipedia. <https://en.wikipedia.org/wiki/Cov-lite>

Wikipedia contributors. (2021b, août 5). *Contrôle de gestion.* *Contrôle de gestion.*
https://fr.wikipedia.org/wiki/Contr%C3%B4le_de_gestion