

Le LBO ou *Leveraged Buy-Out* (« achat avec effet de levier »)

Le LBO ou *leveraged buy-out* (« achat avec effet de levier ») est un montage financier qui permet le rachat d'entreprises (industrielles ou de service) dans des conditions particulièrement avantageuses. Les acheteurs apportent très peu de leurs propres capitaux et empruntent l'essentiel du montant nécessaire à l'acquisition de la société dite (à juste titre) « cible ».

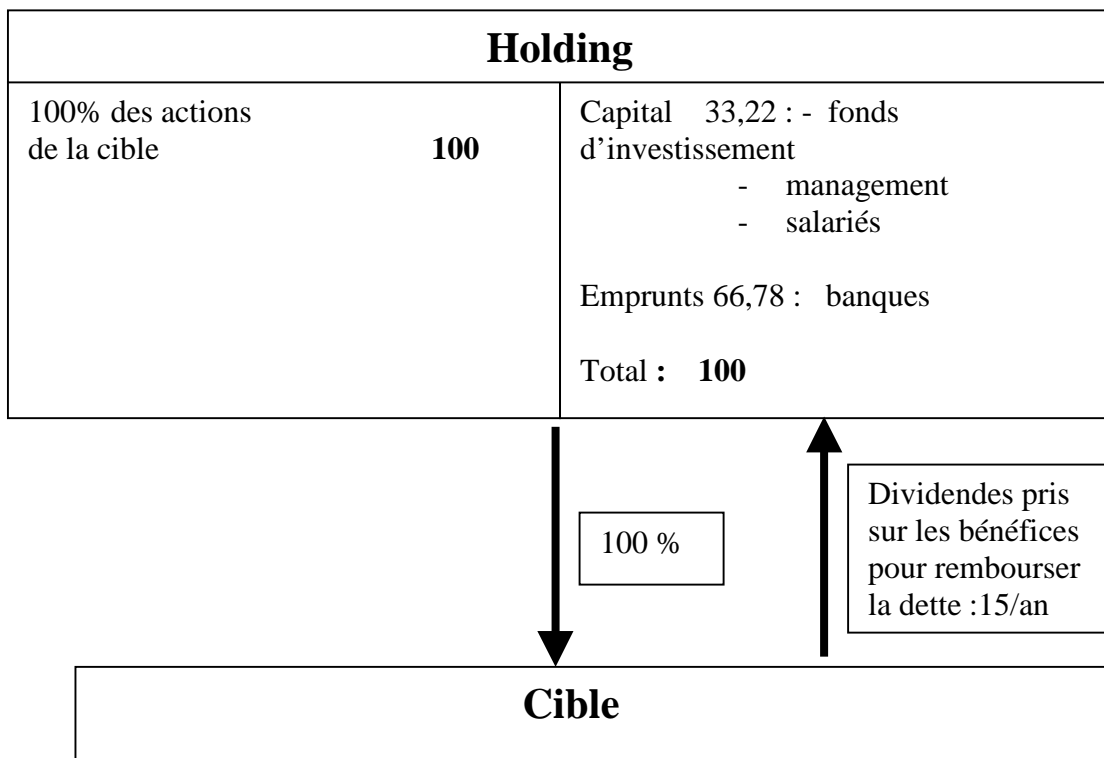
L'astuce consiste en ce que le remboursement des emprunts, est assuré par cette cible qui paie donc son propre rachat. , les acquéreurs se regroupent au sein d'une société sans activité, créée spécialement pour détenir les actions de la cible et dite « holding » (détenant)

C'est cette « holding » qui va d'une part emprunter, d'autre part recevoir les capitaux des nouveaux acquéreurs.

Elle empruntera, le montant maximum (D) que le résultat de la cible et éventuellement son surplus de liquidités lui permettront, par remontée de dividendes à sa maison mère la holding, de rembourser sur une durée de 5 à 8 ans.

Les nouveaux propriétaires de l'entreprise n'apporteront que le solde du prix, limitant ainsi le montant de leur investissement et leurs risques partiellement transférés à la cible.

Schéma LBO



Qu'est ce que l'effet de levier ?

Cet effet n'est pas spécifique aux LBO. Il s'agit d'un calcul arithmétique simple, appliqué par les entreprises à chaque décision d'achat de matériel : si ce matériel rapporte plus que ne coûte

un emprunt, alors l'entreprise a intérêt à le financer en s'endettant le plus possible. La seule limite au recours à l'emprunt dépend de la banque et du risque qu'elle veut bien accepter sur l'entreprise.

L'emprunt joue alors comme un levier sur le taux de rentabilité de l'investissement qu'il augmente de sa différence avec le taux d'intérêt et cela en proportion de la dette dans le financement.

La déductibilité des intérêts du bénéfice imposable de l'entreprise diminue le coût réel de la dette à concurrence du taux d'imposition.

Formule de l'effet de levier :

Soit Re la rentabilité du matériel acquis.

I , le taux d'intérêt de la dette.

D le montant de la dette.

K , le solde du prix autofinancé.

-L'effet de levier sur la rentabilité des fonds propres est égal à : $(Re-I) \times D/K$

- et la rentabilité totale R_k du capital investi de : $Re+(Re-I) \times D/K$

Dans le cas d'un LBO :

Nous l'avons vu, le holding achète l'entreprise en empruntant le montant maximum que ses résultats nets prévisionnels (15/an sur un investissement total de 100 dans le schéma ci-dessus, soit une rentabilité Re de 15%) lui permettront de rembourser sur 5 à 8 ans ; soit 66,78 sur 5 ans dans l'exemple. Les fonds d'investissements associés à des repreneurs (les dirigeants salariés de l'entreprise dans le LMBO) et souvent, marginalement à quelques cadres internes afin d'obtenir leur adhésion ; apportent en capital du holding le solde du prix d'acquisition, soit 33,22 dans notre exemple.

Cet holding détient alors idéalement (afin de bénéficier de l'intégration fiscale) de 95 à 100% des actions de la cible.

L'emprunt sera remboursé par les dividendes versés sur les bénéfices de la cible à son actionnaire (15 dans notre ex). En outre, L'intégration fiscale des 2 sociétés permettront de déduire les intérêts du bénéfice imposable de la cible et donc de l'augmenter de 34% (taux de l'impôt) du montant des intérêts de l'emprunt contracté par le holding.

Il y a donc aussi, un levier fiscal : les intérêts de la dette sont à 34% supportés par la collectivité, sous forme de diminution de l'impôt du.

Dans notre exemple, nous avons supposé que le taux d'intérêt de la dette d'acquisition était de 6%, ramené par la déductibilité fiscale à 4% ($6 \times 66\%$).

Par hypothèse, au bout de 5 ans l'emprunt est remboursé, la cible fait toujours 15 de bénéfice et vaut, toute chose égale par ailleurs, encore 100, alors que les acquéreurs ont apportés 33,22, soit un taux de rendement moyen (TRI) de 27% l'an.

,

.

D'où vient l'argent ?

L'argent des fonds d'investissement provient de riches individus ,d'autres fonds , d'investisseurs institutionnels et également d'emprunts car les fonds acquéreurs s'endettent eux aussi pour utiliser, à leur niveau, l'effet de levier augmentant la pression des

remboursements sur l'entreprise (les fonds propres du LBO ne sont pas forcément de vrais fonds propres !)

Cet argent n'est pas investis sur de longues durées, aussi, la cible est-elle vendue après le remboursement des emprunts, voir avant.

Afin d'accroître encore la rentabilité de l'opération, les investisseurs, aidés des managers intéressés aux résultats vont chercher à vendre l'entreprise plus chère qu'ils l'ont acquise.

Pour ce faire ils vont, soit en augmenter la rentabilité, le plus souvent en rationalisant c.a.d en procédant à des licenciements ; soit en la vendant à un acquéreur pour lequel la société à un intérêt stratégique ; soit les deux à la fois. Dans le dernier cas il peut y avoir deux vagues successives de réduction des effectifs à chaque changement de mains.

Avantages du LBO

Cette description simplifiée du mécanisme (il peut y avoir une succession de holdings ; l'endettement peut être de différents types : senior, mezzanine..., assortis de risques et de taux différents) met en évidence la rentabilité des fonds propres investis dans de telles opérations et explique leur très fort développement.

Les fonds d'investissements augmentent considérablement leur rentabilité par rapport à une prise de participation directe au capital d'une entreprise, tout en limitant au maximum leur risque unitaire.

Les opérations de LBO, ont totalisé en 2006, 700 milliards de \$ (source Bloomberg), à comparer à une capitalisation boursière mondiale de l'ordre de 20 000 milliards.

Annik Bolard - Attac 92 - Octobre 2007