HAL
open science

Du bon usage des LBO

Guillaume Appéré, François Rosenfeld

To cite this version:

Guillaume Appéré, François Rosenfeld. Du bon usage des LBO. Sciences de l'ingénieur [physics]. 2008. hal-01908446

HAL Id: hal-01908446

https://minesparis-psl.hal.science/hal-01908446v1

Submitted on 30 Oct 2018

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Guillaume Appéré & François Rosenfeld

Du bon usage des LBO

MINES ParisTech
Bibliothèque
IE 1 [483]

Mémoire de fin d'études du Corps des Mines

Juillet 2008

MINES
ParisTech

« La première passion communicative dont nous, ses proches, avons recueilli des étincelles, est sa passion pour la vérité et a contrario une sainte horreur pour le clinquant, les fausses illusions, les portraits retouchés, les impostures à demi conscientes et toutes les facilités que se donnent les hommes pour dissimuler à leurs yeux et aux yeux des autres leur impuissance et leur médiocrité. »

Extrait du témoignage de Roger Fauroux aux obsèques de Roger Martin, ancien président de la Compagnie de Saint-Gobain.

I. Résumé

Que nous apprend la crise financière sur la véritable nature du LBO ? Qu'il s'agit d'un outil puissant pour dynamiser un capitalisme français un peu atone, mais que ce mécanisme financier, pour être vraiment efficace, doit être transitoire dans la vie d'une entreprise. Sa mise en œuvre répétée, sur des sociétés qui passaient de fonds d'investissement en fonds d'investissement, a contribué artificiellement au gonflement de la bulle. Après cette euphorie, le ralentissement du marché consacrera sans doute un retour au rôle économique historique du LBO : la cure d'efficacité qui « tire de la valeur » d'entreprises sous-optimisées. Les praticiens qui en auront fait leur modèle d'affaires seront probablement les grands gagnants de la nouvelle période qui s'ouvre.

Cette étude, réalisée notamment à partir d'entretiens conduits en 2007 et 2008 en France, au Royaume-Uni et aux Etats-Unis avec plusieurs dizaines de professionnels du *private equity*, analyse nombre de transactions de ces dernières années parmi les plus emblématiques. En décortiquant ces montages, elle rappelle que les performances obtenues par les fonds dans leurs cibles résultent de la combinaison d'une optimisation financière minutieuse et d'une gestion opérationnelle attentive. La clé de voûte du LBO, par-delà l'effet de levier de l'emprunt, réside dans la transformation des managers des cibles en investisseurs.

Mais elle revient également sur les dérives et les excès qui ont caractérisé ces « LBO qui dérapent ». D'une part, certaines opérations se sont transformées en « machines à cash géantes » pour ceux qui ont eu la chance d'en être. D'autre part, les niveaux d'endettement élevés ont contribué dans le même temps à fragiliser certaines cibles, pour lesquelles l'effet de levier pourrait bien se transformer en « effet massue » en cas de retournement de conjoncture.

Particulièrement sensible à ces aléas, l'impact des LBO sur l'emploi dans les cibles reste un point controversé. Si de nombreuses enquêtes initiées par les associations professionnelles du secteur tendent à prouver que les LBO créent plus d'emplois que leurs homologues « classiques », ce dogme est ici remis en question au vu des derniers travaux académiques les plus fouillés.

Cette étude propose donc une grille d'analyse simplifiée qui divise le monde du LBO en deux catégories idéal-typiques :

- D'un côté, les investisseurs à fibre plutôt financière dont la bonne fortune a été due principalement à l'envolée des multiples d'évaluation sur le marché, de laquelle ils ont su tirer profit, un peu à la manière de « traders » d'entreprises, pour réaliser des plus-values presque automatiques. C'est naturellement la catégorie de fonds qui sera amenée à se tarir le plus rapidement face à la dégradation de la conjoncture et au resserrement des conditions de crédit.
- De l'autre, des investisseurs à fibre davantage opérationnelle, qui sont souvent les acteurs historiques du LBO, et qui ont développé un savoir-faire interne poussé en matière de gestion active de leurs cibles. Ils réalisent l'essentiel de leur création de valeur par de véritables chantiers, identifiés dès la *due diligence*, et menés sur le long terme de manière professionnelle.

Au total, les acteurs proches de ce second profil sont plus susceptibles que les autres de tirer leur épingle du jeu pendant la période de ralentissement qui s'annonce en France pour le LBO. Ce sont eux qui s'insèrent le plus efficacement dans le rôle d'« atelier de réparation du capitalisme » qui revient en fait au LBO depuis son origine.

II. Executive summary

What lessons can be drawn from the financial crisis on the true nature of LBOs ? That LBOs are a powerful tool to stimulate the somewhat sleepy French capitalism, but that such financial mechanisms need to be applied on a transitory basis on their targets in order to be really efficient. To some extent, secondary LBOs have artificially contributed to the bubble that the market has witnessed. Once the euphoria is over, the market will no doubt come back to the historical role of LBOs from an economic standpoint : that of an "efficiency treatment" which brings value out of non-optimized businesses. The ones who have kept that motto in mind will probably be the true winners of the oncoming period.

This report, which is the result of numerous interviews made in 2007 and 2008 with several dozens of private equity investment professionals in France, the UK and the US, analyzes many recent transactions amongst the most illustrative ones of the French LBO market. It shows that the performance of LBO investments comes from a combination of a meticulous financial optimization and a close operational management of the target firms. The keystone of LBOs, even more than the leverage itself, lies in the metamorphosis of managers of the target firms into real-life investors.

This study also points at the extremes that characterize the "LBOs that go adrift". On the one hand, some transactions quickly turned into huge "cash machines" for the ones that were lucky enough to take part in them. On the other hand, at the same time, high levels of leverage have made some target firms excessively vulnerable : for those companies, the leverage effect might be more of a hammer effect in case of a downturn.

One aspect is particularly sensitive to those business cycles : the impact of LBOs on job levels in the target firms, which still appears to be controversial. Although many surveys by LBO business associations tend to prove that companies owned by LBO investors create more jobs than their quoted peers, we rely on the latest and most advanced academic works to put that creed into question.

This study hence suggests a simplified categorization that divides the LBO world into two imaginary profiles :

- *First, finance-oriented investors whose success was much due to the rise of valuation multiples on the markets, of which they managed to take advantage, almost like "corporate traders", to achieve quasi automatic profits. That class of investors is bound to be the first to dwindle as economic outlooks get worse and the availability of debt is tightened by lenders.*
- *Second, operations-oriented investors, among which are the historical players of the LBO business, who have developed a deep internal know-how in actively managing their portfolio companies. Most of their value is created through operational improvements that are identified as soon as the due diligence phase and professionally unraveled on the long run.*

At the end of the day, players that are closer to the second profile are more likely than others to differentiate themselves through the looming slowdown of the French LBO market. They are the ones who embody most efficiently the concept of "repair shop of capitalism" that has characterized the LBO business since it first appeared in the 1970's.

III. Introduction

L'année 2007, au cours de laquelle cette étude a été lancée, aura vu le paysage financier s'engager dans une crise majeure, initiée notamment par les défaillances de souscripteurs américains de prêts hypothécaires à risques de la classe *subprime*, ensuite rapidement propagée à l'ensemble des places financières mondiales.

Victimes collatérales de la raréfaction des liquidités que cette crise a provoquée, les LBO ont connu à partir de l'été 2007 un ralentissement massif, tant sur le plan du nombre des opérations réalisées que sur celui de la taille moyenne des transactions. Certains observateurs, notant à raison que le crédit est par nature le carburant du modèle LBO, ont alors estimé que son tarissement ouvrait logiquement la voie à une remise en cause de la validité des montages avec effet de levier comme source durable de « création de valeur ».

Il semble bien, pourtant, que juger les LBO simplement à l'aune de la crise récente serait par trop réducteur. Non seulement cette catégorie d'actifs a déjà connu plusieurs crises sans que celles-ci ne provoquent la fin définitive du modèle, mais surtout les investisseurs en *private equity* qui œuvrent sur le marché depuis ses origines dans les années 1970 ont su tirer parti, au fil du temps, de la répétition de ces cycles pour adapter leur modèle d'affaires et le rendre résilient à de tels soubresauts réguliers.

D'ailleurs, les événements récents mettent en lumière plusieurs caractéristiques essentielles du principe du levier et de ses différentes composantes, sur lesquels nous revenons à titre pédagogique dans la première section de ce document, avant de rappeler les éléments de contexte qui permettent de prendre la mesure de l'ampleur du « phénomène LBO » en France.

Les techniques mises en œuvre dans leurs entreprises cibles par ces praticiens couronnés de succès qui se définissent comme des « réveilleurs de belles endormies » font justement l'objet de la section suivante. Nous montrons aussi qu'elles sont susceptibles, comme d'ailleurs tous les outils de gestion, de donner lieu à des excès dont la manifestation dans les cas les plus emblématiques a conduit l'opinion à s'émouvoir des « LBO qui dérapent ». Nous explorons ainsi l'image de « casino géant » dont est affublé le monde du LBO depuis deux décennies : s'agissant de mécanismes dont les effets se manifestent jusqu'au plan social, la discussion ne peut se borner à un débat d'experts sur les ressorts de rappel qui structureraient naturellement ce segment de la sphère financière ; elle doit porter sur l'ensemble des aspects de ce qui est, à nos yeux, un phénomène majeur du capitalisme de notre époque.

Au total, nous faisons justement le pari que, par-delà ses conséquences passagères, cette crise aura servi de révélateur, riche de leçons pour les professionnels du secteur et d'enseignements pour tout un chacun : comme nous le suggérons dans la dernière section de ce document, elle aura clivé le paysage français du *private equity* et mis en évidence que parmi les nombreux intervenants du domaine, tous ne font pas le meilleur usage des LBO.

IV. L'effet de levier, rien de nouveau sous le soleil

1. Introduction à l'effet de levier

L'effet de levier n'est pas apparu avec les LBO, il y a une trentaine d'années à Wall Street... Au-delà du jargon financier, l'effet de levier est simplement une technique de base particulièrement simple et connue depuis des siècles :

Un ou plusieurs investisseurs acquièrent un actif en utilisant le maximum de dette et en complétant le solde du prix d'acquisition par un apport limité en capitaux propres. Les flux financiers générés par l'actif permettent de rembourser la dette d'acquisition, et augmentent donc proportionnellement la valeur de revente des capitaux propres : le taux de retour sur investissement a été mécaniquement « dopé » par l'utilisation de dette ! L'exemple le plus simple et le plus canonique de cet effet de levier « de base » est naturellement celui d'un investissement en immobilier locatif. L'encadré 1 permet de saisir en détail les mécanismes mis en œuvre.

Encadré 1 :
Exemple de l'effet de levier sur un investissement locatif

Cas 1: **Achat avec effet de levier**	**Cas 2:** **Achat sans endettement**
Achat en Ann ée N Prix : 100 Apport Personnel : 20 Endettement :80 Taux d 'int érêt : 4% Loyer annuel : 5	Achat en Ann ée N Prix : 100 Apport Personnel : 100 Loyer annuel : 5
Tous les loyers sont Affect és au remboursement De la dette	Tous les loyers sont Accumul és comme gains
Revente en Ann ée N+4 Prix : 120 Dette restante : 60 Rentabilit é de l'investissement : 19%	Revente en Ann ée N+4 Prix : 120 Rentabilit é de l'investissement : 11%

C'est le principe même du LBO, ce qui n'est pas en soi très novateur puisqu'il était appliqué depuis des siècles déjà, et notamment dans l'immobilier. C'est en 1976 que l'adaptation des techniques de rachat par levier aux opérations concernant des entreprises a pris de l'ampleur aux Etats-Unis, et l'engouement pour ces mécanismes ne s'est pas démenti depuis, aux Etats-Unis comme en France.

2. L'effet de levier financier dans un LBO

La théorie financière a depuis longtemps dégagé les conditions de succès de l'effet de levier financier. Le concept est particulièrement simple : si la rentabilité espérée d'un investissement, Ri, est supérieure au taux d'intérêt des emprunts que l'on peut obtenir pour financer cet investissement, Re, alors il vaut mieux financer cet investissement en endettant la société plutôt qu'en augmentant ses capitaux propres.

Ri > Re => Dette préférable aux capitaux propres

La signification de cette règle est tout à fait intuitive : en effet, la valeur de l'entreprise va s'accroître en raison de la rentabilité supérieure de l'investissement, alors qu'aucun capital n'aura été apporté en plus.

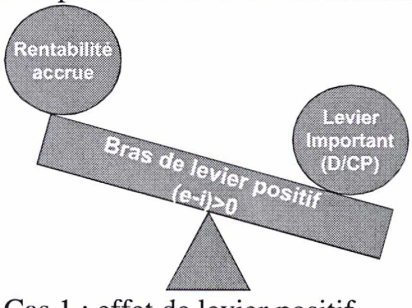
Encadré 2 :
L'effet de levier financier

Si l'on note *f* la rentabilité financière d'une entreprise (définie par le ratio résultat net / capitaux propres) et *e* sa rentabilité économique (définie par le ratio résultat d'exploitation / capitaux employés), on obtient aisément :

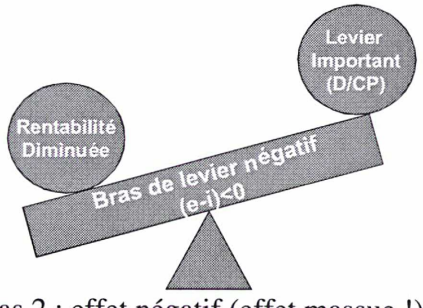
$$f = \left[e + (e - i).\frac{D}{CP} \right].(1 - t)$$

- i est le taux d'intérêt apparent pour l'entreprise (le rapport de ses charges financières nettes à sa dette nette) ;
- D est la dette nette de l'entreprise ;
- CP en représente les capitaux propres ;
- t est le taux de l'impôt sur les sociétés.

Ainsi, D/CP qui représente le rapport des dettes aux capitaux propres est le levier d'endettement : plus il est important, plus la société est endettée. Le terme (e-i) constitue quant à lui le bras du levier : plus la rentabilité économique est supérieure au taux d'intérêt, plus le bras de levier sera important. 3 cas peuvent alors se présenter :
- (e-i)>0 : l'effet de levier est positif, et tout accroissement de l'endettement accroît la rentabilité financière pour l'actionnaire (cas 1 ci-dessous)
- (e-i)<0 : l'effet de levier est négatif et s'apparente plutôt à un effet « massue », puisque toute dette supplémentaire détruit de la rentabilité pour l'actionnaire (cas 2 ci-dessous)
- enfin, e=i : il n'y a aucun effet de levier et la rentabilité financière de l'entreprise est indépendante de son endettement.



Cas 1 : effet de levier positif



Cas 2 : effet négatif (effet massue !)

3. L'effet de levier fiscal

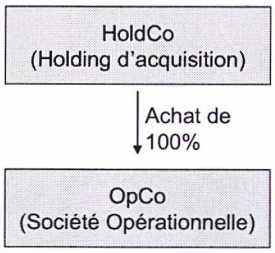
Le deuxième mécanisme de levier utilisé de manière quasi systématique lors des opérations de LBO est le levier fiscal. Ce mécanisme, qui peut s'appliquer à n'importe quel groupe, démontre néanmoins particulièrement son utilité lors de ces opérations de rachat qui s'accompagnent d'un endettement maximum.

Le principe consiste, pour la holding d'acquisition, à demander à l'administration fiscale de former un groupe fiscal avec la société opérationnelle qu'elle a acquise, et de bénéficier ainsi du régime d'intégration fiscale : les profits imposables de la société cible seront donc, de ce fait, diminués du montant des intérêts de la dette d'acquisition.

Afin de comprendre les avantages de l'intégration fiscale, une comparaison entre les deux régimes possibles (intégration ou régime mère-filiale) s'avère utile :

Hypothèses:

Dette d'acquisition de HoldCo	150
Taux d'intérêt	10%
Taux d'imposition	33%
Résultat avant Impot de OpCo	36



	Cas 1 Mère - Filiale	Cas 2 Intégration fiscale
Impôt sur les sociétés de OpCo	12	0
Produits imposables de HoldCo	0	36
Charges déductibles de HoldCo	15	15
Assiette d'imposition de HoldCo	-15	21
Impôt sur les sociétés de HoldCo	0	7
Dividendes de HoldCo	24	0
Résultat Net de HoldCo	9	14
IS Total Groupe	12	7

Dans le cas 1, le groupe a choisi le régime mère-filiale. La société opérationnelle OpCo est donc imposée sur son bénéfice au taux normal de 33,3%. Tout son résultat net est remonté sous forme de dividendes au niveau de la société mère HoldCo. Ces dividendes sont alors non imposables, et la société mère HoldCo n'a donc aucun produit imposable, son impôt sur les sociétés est donc nul. Au total, le groupe a payé un impôt égal au taux d'imposition multiplié par le résultat avant impôt de la société opérationnelle, soit dans ce cas 12.

Dans le cas 2, le groupe a opté pour l'intégration fiscale. Les produits imposables (le résultat de la société OpCo) sont donc diminués du montant des charges financières qui correspondent aux intérêts de la dette d'acquisition. Ainsi dans cet exemple, les impôts payés

dans ce cas sont inférieurs de 5 aux impôts payés dans le régime mère-filiale. De manière plus générale, l'économie d'impôts réalisée est égale à

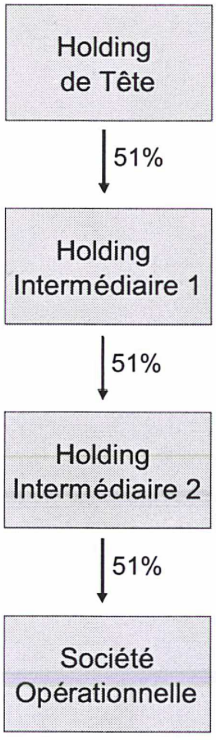
Economie d'Impôts = Taux d'imposition x Charges financières d'acquisition déductibles

Dans la pratique, une condition stricte vient limiter ce dispositif : afin de pouvoir opter pour l'intégration fiscale, la société mère (HoldCo) doit détenir une part du capital de la société opérationnelle (OpCo) supérieure ou égale à 95%.

4. L'effet de levier juridique

Afin de détenir le contrôle d'une société opérationnelle (donc plus de 51% des droits de vote) tout en limitant son capital engagé, il est possible d'utiliser des structures particulières qui, de même que la dette permet d'obtenir un meilleur retour sur capitaux propres, permettent d'obtenir un contrôle efficace pour un coût moindre en capital engagé.

La démarche est particulièrement simple : il suffit d'établir une cascade de sociétés intermédiaires (holdings intermédiaires), dont la holding de rang supérieur détient systématiquement plus de 50% des droits de vote. On peut ainsi démultiplier à l'infini son pouvoir de contrôle :



Dans l'exemple représenté ci-dessus, la holding de tête détient ainsi le contrôle de la société opérationnelle, par le jeu des holdings successives. Mais d'un point de vue économique, elle ne détient que 13% de son capital (51% x 51% x 51%).

Si ce montage est susceptible d'être utilisé dans certaines opérations d'investissement, il trouve évidemment certaines limites. La plus manifeste est peut-être la situation peu confortable des actionnaires minoritaires de toutes les holdings intermédiaires. D'une part, ils n'ont qu'un contrôle extrêmement limité et la liquidité de leur investissement est particulièrement faible. D'autre part, en cas de problèmes au niveau le plus bas de la structure, des augmentations de capital réalisées aux niveaux inférieurs du montage peuvent encore diluer leur participation.

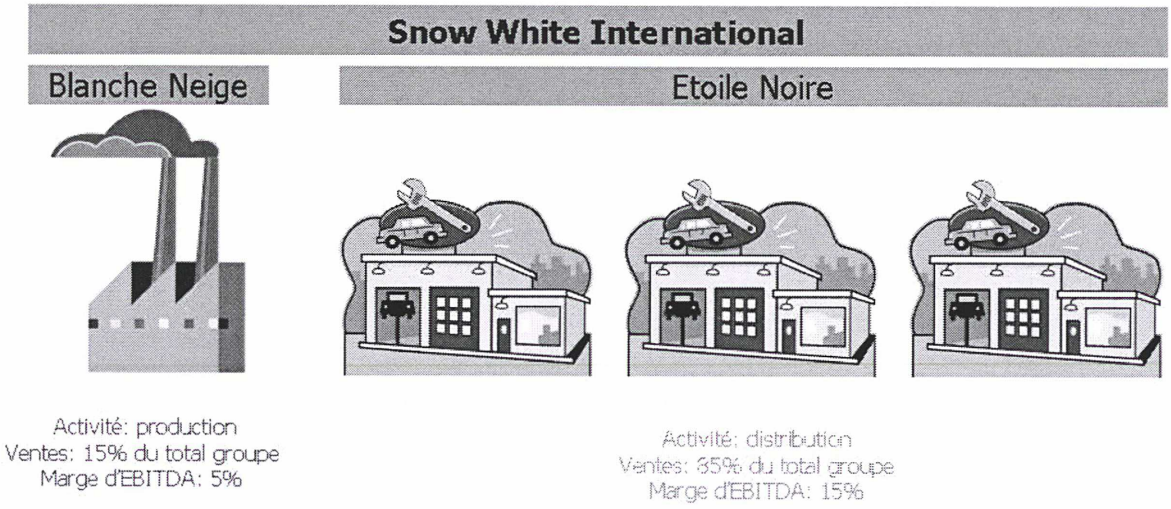
Enfin, l'utilisation de ce levier juridique est *a priori* exclusive de celle du levier fiscal. En effet, la condition énoncée précédemment pour procéder à l'intégration fiscale est une détention à plus de 95% de la société fille, ce qui limite l'efficacité du jeu des holdings...

5. Un cas typique : l'exemple de Blanche Neige SA

Le processus de vente

Afin d'illustrer les concepts décrits plus haut, considérons l'exemple fictif mais non irréaliste du groupe Snow White International, ou SWI. Ce dernier, coté à la Bourse de Paris, produit et distribue des pièces mécaniques. Ces deux activités sont séparées dans deux filiales distinctes :

- Blanche Neige SA produit des pièces détachées, vendues ensuite dans les magasins du groupe ainsi qu'à d'autres distributeurs ;
- Etoile Noire SA distribue les pièces produites par Blanche Neige, ainsi que d'autres achetées auprès de fournisseurs extérieurs, dans sa chaîne de revendeurs.



Si le groupe présente de manière globale une rentabilité acceptable, le portrait de détail est beaucoup plus contrasté. En effet, l'activité de production qui ne représente que 15% du chiffre d'affaires global du groupe, présente une rentabilité beaucoup plus basse : sa marge d'EBITDA est en effet de 5%, alors que celle de Etoile Noire SA est de 15%.

Depuis plusieurs trimestres, les analystes financiers qui suivent le cours de Bourse du groupe SWI s'interrogent sur l'avenir de la filiale Blanche Neige, et ce de plus en plus directement. Pour quelles raisons le groupe SWI devrait-il conserver une activité qui représente une part minime de son chiffre d'affaires, et qui plus est, qui diminue fortement sa rentabilité globale ? Il serait bien plus judicieux, et bien plus « lisible » pour les investisseurs, si le groupe SWI se séparait de sa filiale Blanche Neige pour devenir un *pure player* de la distribution de pièces détachées, argumentent encore les analystes...

La direction du groupe SWI a examiné cette idée depuis longtemps. Evidemment, certains dans le groupe préféreraient garder l'unité de SWI, meilleure garante selon eux d'une bonne rentabilité d'ensemble sur le long terme. Mais le directeur financier a obtenu gain de cause auprès du directeur général : le cours de Bourse est déprimé, l'action est sous-valorisée par les analystes qui ne comprennent rien à l'activité de production, il faut donc vendre Blanche Neige SA.

Afin de vendre l'activité, une équipe projet est mise en place, qui comprend des dirigeants de la filiale Blanche Neige, des membres de la direction financière et de la comptabilité, des ressources humaines, et d'autres services encore. La petite équipe va commencer à rassembler des informations sur la vente, et contacter une célèbre banque d'affaires, Brother & Sister, pour lui confier le mandat de vente. Brother & Sister organise donc un processus typique de vente aux enchères : ses équipes rédigent un *Confidential Information Memorandum* (C.I.M.), qui présente de manière détaillée la société Blanche Neige aux acheteurs potentiels. La banque va adresser ce document à une dizaine d'acquéreurs potentiels, dont cinq sont des sociétés industrielles travaillant dans le même secteur que SWI, et cinq sont des fonds d'investissement spécialisés en LBO.

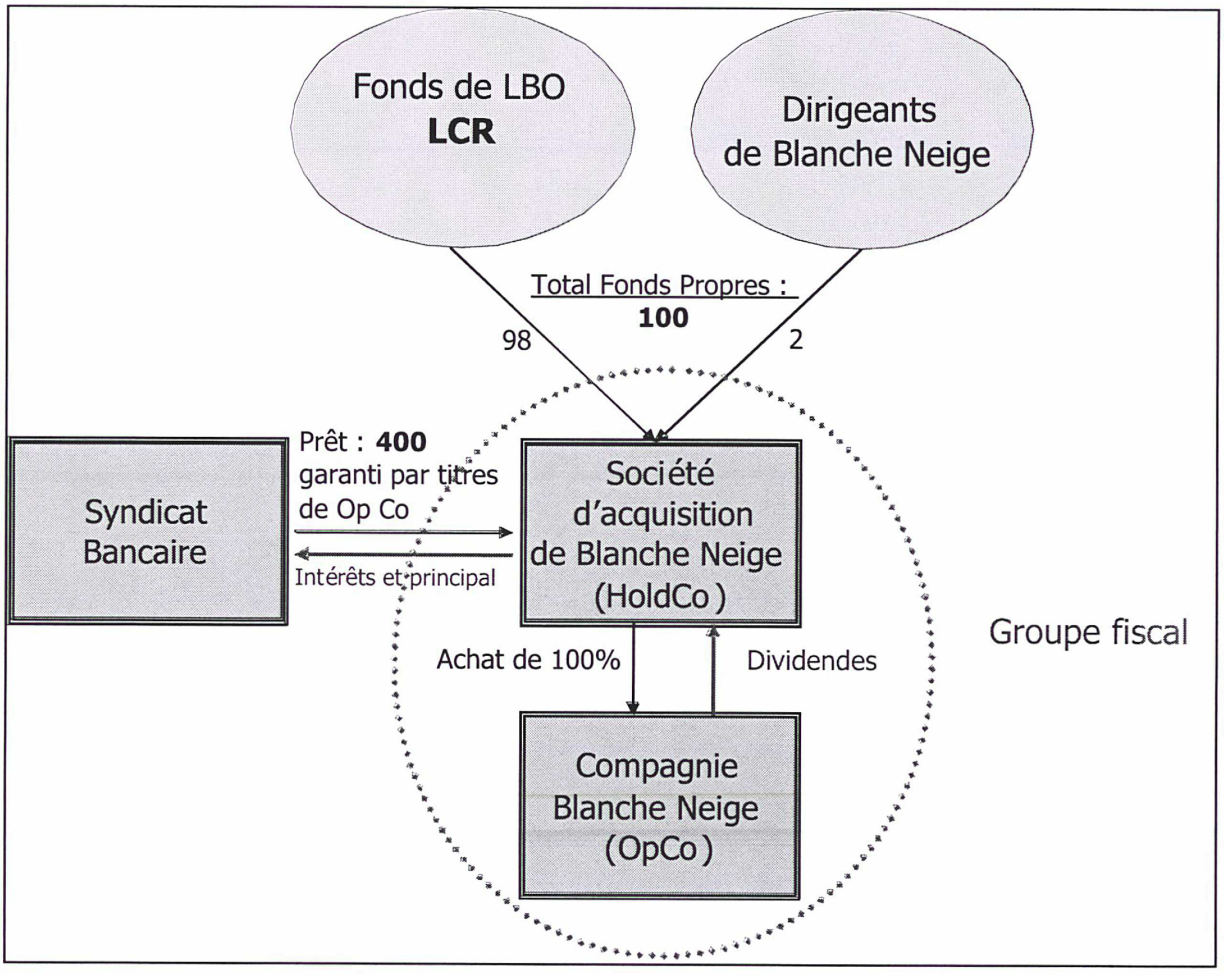
Les banquiers de Brother & Sister ont également une tâche capitale à réaliser : ils doivent réunir plusieurs banques qui proposeront aux acquéreurs potentiels un financement type « clé en main », ce que l'on appelle dans le métier un *staple financing*[1] . Un consortium de trois banques habituées à ce genre de processus va ainsi proposer des conditions indicatives de financement, sous réserve bien sûr d'approbation de l'acquéreur final. Chaque acquéreur potentiel aura ainsi une indication du montant de dette qu'il pourra obtenir pour financer l'opération, et des taux d'intérêt correspondants.

A l'issue d'un premier tour d'enchères, trois finalistes sont sélectionnés. Ils peuvent alors rencontrer le management de Blanche Neige SA, et réaliser leur *due diligence* : une enquête approfondie de la société sur tous les plans (légal, financier et comptable, ressources humaines, environnemental, etc.). A la suite de ce deuxième tour, chaque finaliste remet alors son offre définitive aux banquiers qui organisent la vente. Ces offres comprennent bien entendu les prix auxquels ils entendent racheter la société, mais aussi leurs projets de développement, les conditions auxquelles ils entendent intéresser les cadres dirigeants au capital de la société (*management packages*) et les diverses conditions préalables qu'ils mettent à l'opération (garantie de passif, etc.).

Parmi les trois offres des finalistes, celle qui réunit le meilleur prix et les conditions les plus favorables pour le management de Blanche Neige SA a été émise par un fonds d'investissement : LBO Company Restricted (LCR).

[1] De l'anglais *staple* pour agrafe, car ce financement est en quelque sorte agrafé à la proposition de vente.

La mise en place de l'opération



Création de la holding d'acquisition

Afin d'acquérir la Société Blanche Neige (société opérationelle ou *OpCo*), le fonds vainqueur LCR crée une société holding dédiée, la Société d'acquisition de Blanche Neige SABN (société holding ou *HoldCo*). Cette société est pourvue d'un capital social initial de 100, pourvu à 98% par le fonds et à 2% par les managers de Blanche Neige. Par des mécanismes que nous détaillerons plus loin, cette part du capital attribuée aux managers est susceptible d'évoluer en fonction du succès de l'opération, et constitue donc le mécanisme d'incitation aux résultats des dirigeants de l'entreprise.

La holding s'endette auprès d'un groupe de banques

Le prix total de l'acquisition de Blanche Neige est de 500, mais la holding d'acquisition SABN ne possède qu'un capital de 100. Le complément sera donc fourni par l'endettement qu'elle va contracter auprès d'un ensemble de banquiers, par exemple ceux du consortium.

Afin d'optimiser la structure de financement, le complément de 400 fourni sous forme de dette ne consistera pas en un seul emprunt, mais en plusieurs instruments de dette de types différents ; il y aura donc plusieurs « tranches » de dette distinctes, présentant chacune un risque et une rémunération donnés.

Encadré 3 :
Sources et usages des fonds dans la transaction de LBO

Sources	M Euros	% du Total	x EBE
Capitaux Propres	**100**	**20,0%**	**2,0 X**
Management	*2*	*0,4%*	*0,0 X*
Fonds	*98*	*19,6%*	*2,0 X*
Dette	**400**	**80,0%**	**8,0 X**
Dette Senior	*250*	*50,0%*	*5,0 X*
Dette Mezzanine	*100*	*20,0%*	*2,0 X*
High Yield Bonds	*50*	*10,0%*	*1,0 X*
Total	**500**	**100,0%**	**10,0 X**
EBE 2007	50		

Usages	M Euros	% du Total
Titres de l'OpCo	**490**	**98,0%**
Frais de Transaction	**10**	**2,0%**
Total	**500**	**100,0%**

Afin de racheter la société, les ressources utilisées sont détaillées dans le tableau de gauche. Le tableau de droite précise l'utilisation des fonds.

Mise en place du montage

Une fois toutes ces opérations réalisées, la finalisation de l'opération de vente, ou *closing*, peut enfin avoir lieu. La holding d'acquisition SABN transfère l'intégralité du prix de vente, soit 500, au groupe SWI. Elle récupère en échange l'intégralité des titres de la société opérationnelle Blanche Neige. Ces titres viennent alors garantir le prêt de 400 qui lui a été accordé pour l'acquisition : en cas de défaillance de la holding, les banquiers se retrouveront alors en possession de la société Blanche Neige.

Le débouclage de l'opération

Trois ans plus tard, à la faveur d'un contexte de marché porteur, le fonds LCR décide de vendre son investissement dans Blanche Neige SA. Durant cette période, le marché de la pièce détachée a été plutôt porteur, et les ventes ont crû à un rythme régulier. La marge opérationnelle a quant à elle légèrement progressé. Et enfin, le marché est plus favorable : les sociétés de production de pièces détachées ont le vent en poupe, et sont donc très recherchées. En conséquence, si elles pouvaient se racheter pour 10x leur EBITDA il y a 3 ans, elles se rachètent désormais en général autour de 11x leur EBITDA[2].

Ainsi, la valeur de revente de la société (achetée 500 il y a 3 ans) est désormais de 764. Cependant, la holding reste endettée à hauteur de 294 : la vente rapportera donc uniquement 470... comparés à une mise de départ de 100 ! Ainsi, globalement, l'opération rapporte un TRI brut de 67%, bien éloigné des performances moyennes des marché financiers ces dernières années. Mais dans le détail, comment se répartit la plus-value réalisée ?

[2] L'une des méthodes couramment utilisée pour valoriser les sociétés consiste à appliquer à leur EBITDA (quasi-équivalent de l'EBE français) un coefficient multiplicateur ou « multiple d'EBITDA », issu des transactions généralement observées sur le marché et des valorisations observées pour les groupes côtés en bourse.

En effet, plusieurs catégories d'acteurs sont rémunérées au moment de la sortie de l'investissement : les investisseurs du fonds bien sûr, mais également les équipes de gestion, ainsi que les dirigeants intéressés au capital.

	Plus-value réalisée	% de la plus-value totale	TRI
Managers	45	12%	186%
Associés du fonds	69	19%	147%
Investisseurs du fonds	250	68%	54%

Comme le détaille le tableau ci-dessus, la majeure partie de la plus-value revient naturellement aux investisseurs. Cependant, relativement à leur investissement initial, c'est eux qui réalisent le moins bon retour sur investissement (ou TRI) de 54%, ou 2,5x leur mise. Du fait de leur très faible investissement initial, les associés du fonds ainsi que les managers de la société réalisent, eux, une performance exceptionnelle : respectivement 14x et 22x leur mise initiale. C'est par le jeu de mécanismes d'intéressement extrêmement complexes et incitatifs que de pareils résultats sont obtenus[3].

[3] Cf. Annexe 1 pour les détails des calculs et un exemple de *business plan*.

V. Le marché du LBO : acteurs et dynamique

1. Dynamique du marché du LBO

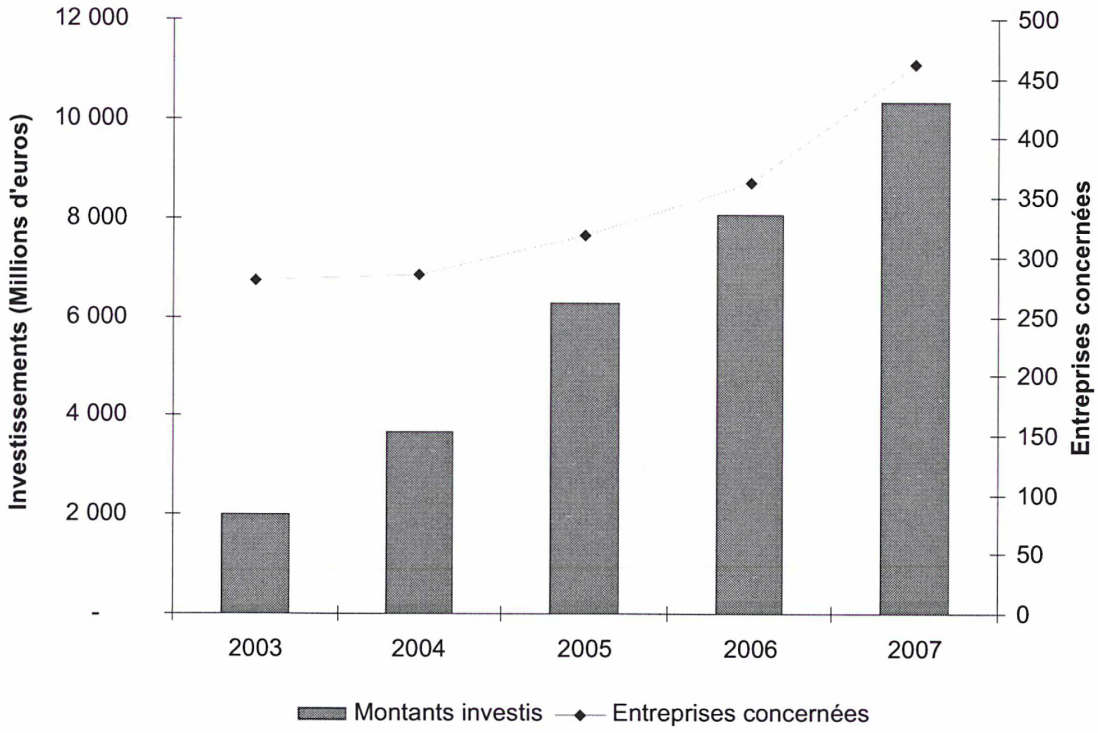


Fig. 1 : Evolution des montants investis dans des entreprises sous LBO en France, et nombre d'entreprises concernées annuellement *(source : AFIC 2008)*.

Durant les cinq dernières années, le marché du LBO a connu en France une croissance sans précédent, comme l'illustre le graphique ci-dessus. Sur cette période, les montants investis ont été multipliés par cinq, tandis que le nombre d'entreprises concernées progressait de plus de 50%, ce qui correspond également à un triplement de la taille moyenne des opérations sur cette même période.

Les facteurs à la base de cette expansion impressionnante sont simples. Le principal déterminant est naturellement l'offre de capitaux disponibles. L'abondance de liquidités au niveau mondial, ainsi que des taux d'intérêt particulièrement bas tant en Europe qu'aux Etats-Unis, ont permis aux fonds de LBO de disposer de masses gigantesques de capitaux propres à investir, aux cotés d'emprunts disponibles à des conditions toujours plus favorables jusqu'à la crise du crédit de l'été 2007. Qui sont ces fonds à l'origine de ces investissements massifs ? La terminologie anglo-saxonne en vigueur sépare ce monde en deux catégories : d'une part les *general partners* ou GP qui sont les sociétés de gestion dirigeant les investissements au jour le jour ; d'autre part les *limited partners* ou LP qui apportent leurs capitaux à la société de gestion et attendent un retour sur investissement conséquent à l'issue de la vie du fonds.

2. Les investisseurs des fonds, ou *limited partners (LP)*

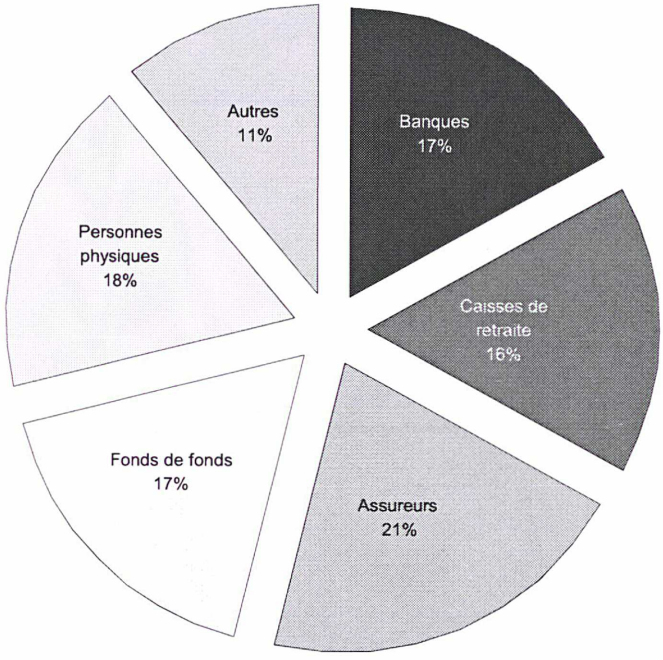


Fig. 2 : Origine des investisseurs dans les fonds LBO, par type, en 2007 *(source : AFIC)*.

Les *limited partners* sont les véritables commanditaires des opérations de LBO. En effet, ce sont eux qui apportent des liquidités aux sociétés de gestion qui proposent de les gérer en fonction d'un mandat particulier, dans un type d'opérations particulier que sont les LBO.

Les opérations de LBO sont par nature relativement risquées, et constituent donc des placements pour investisseurs avertis, disposant déjà d'un actif très important placé dans des instruments plus traditionnels (marchés actions, marchés obligataires, immobilier, fonds alternatifs...).

D'autre part, la durée de vie d'un « fonds de LBO » est d'environ une dizaine d'année. Entre le premier versement de l'investisseur et le retour sur investissement de la dernière société en portefeuille, il peut donc s'écouler plus de dix ans. Pendant cette durée, il est impossible à l'investisseur de récupérer son argent en dehors des distributions réalisées par le fonds.

Ainsi, le profil type de l'investisseur en LBO doit être celui d'une entité disposant d'un patrimoine très important, diversifié, et avec un horizon de placement assez long. Plusieurs catégories d'investisseurs peuvent correspondre à cette définition :

- Les sociétés d'assurances. Celles-ci disposent en effet de montants très importants à investir. En raison des règles prudentielles qui leur sont imposées, elles ne peuvent investir qu'un montant relativement limité dans ce type d'opérations. Cependant, en raison du volume global mis en jeu, elles constituent en France le principal apporteur de capitaux aux opérations de LBO, soit 21% des montants 2007 d'après l'AFIC.
- Les banques sont également des investisseurs importants, avec près de 17% des montants totaux 2007. De même que les assureurs, elles disposent de quotités importantes à attribuer aux opérations de LBO. De même, une autre catégorie d'investisseurs financiers représente un volume global identique de 17% : les fonds de fonds, qui investissent dans différents véhicules de LBO pour le compte d'investisseurs tiers.

- Les fonds de pension et caisses de retraite constituent en France la troisième catégorie d'acteurs avec 16% des montants apportés. Là encore, l'importance des montants détenus par ces acteurs est telle que malgré la faible proportion de leur portefeuille investie en LBO, les montants totaux sont très significatifs.
- Enfin, 18% des capitaux proviennent d'investisseurs individuels. Fortunes familiales et dirigeants sont les premiers concernés par cette catégorie.

D'autres investisseurs sont également susceptibles de consacrer des capitaux aux opérations de LBO : des sociétés industrielles disposant de liquidités importantes à long terme, des associations caritatives ou des universités, etc.

3. Les sociétés de gestion

Les acteurs désignés sous le nom de fonds de LBO ne recouvrent pas qu'un seul type d'intervenants. En France, plusieurs modèles correspondent aux sociétés de gestion qui agissent sur le marché du LBO.

La structure duale

Le modèle commun correspond en général à une structure dite « duale », qui dissocie la société de gestion du véhicule d'investissement proprement dit[4]. Ce modèle présente naturellement plusieurs avantages :
- Le véhicule d'investissement est par nature limité dans le temps. La structure duale permet donc à la société de gestion de « survivre » à la fin d'un véhicule particulier.
- La dissociation des gestionnaires (la société de gestion) et des actionnaires permet d'éviter les conflits d'intérêt entre actionnaires. Les actionnaires remettent leurs fonds auprès de la société de gestion avec un mandat de gestion. En cas de manquement grave à ce mandant, la conduite du véhicule d'investissement peut être transférée à une autre équipe.
- L'équipe de gestion est fidélisée par son intéressement au capital du véhicule d'investissement. Par ce moyen, ses intérêts sont clairement alignés sur ceux de ses mandants.

Dans ce modèle, les investisseurs du fonds sont représentés au niveau du conseil d'administration du fonds. Celui-ci participe à la définition des objectifs du fonds, et mandate la société de gestion (qui étudie les offres et gère les participations) ainsi que le comité d'investissement (qui décide de chaque prise de contrôle). Le comité d'investissement est d'ailleurs fréquemment confondu avec la société de gestion, mais ce n'est pas systématiquement le cas.

[4] Cf. G. Mougenot & C. Poncelet, Tout savoir sur le Capital Investissement, 4ème édition, Gualino, 2007.

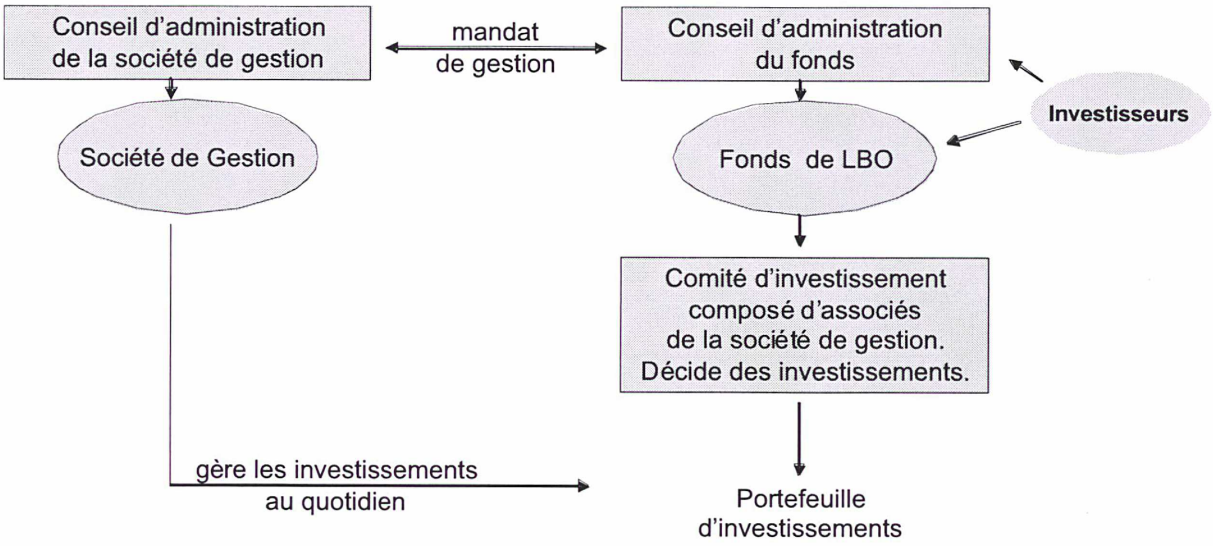


Fig. 3 : Modèle de fonctionnement d'une société de gestion (d'après Gilles Mougenot, 2008).

La rémunération de ces sociétés de gestion dépend de plusieurs facteurs :

- Les *management fees*, ou frais de gestion, représentent les commissions perçues par la société de gestion dans le cadre de son mandat de gestion. Ceux-ci correspondent en général à un montant de l'ordre de 1,5% à 3% des montants investis par les *limited partners*.
- D'autres frais sont susceptibles d'être facturés aux *limited partners* (frais d'établissement du fonds, etc.).
- Un certain nombre de frais sont également facturés aux sociétés en portefeuille, qui bénéficient de certaines prestations de conseil fournies par la société de gestion : conseil financier ou en acquisition par exemple.
- Enfin, les managers du fonds sont intéressés à la réussite des opérations. Ils perçoivent donc un *carried interest*, c'est-à-dire une fraction de la plus-value réalisée à la sortie de chaque opération. En général, dès que la plus value des *limited partners* dépasse un taux minimum (aussi appelé *hurdle rate*, en général de l'ordre de 8%), les managers du fonds perçoivent 20% de la plus-value réalisée.

Les différents types de fonds

Si le mot « fonds d'investissement » ou « véhicule d'investissement » a jusqu'ici été utilisé indifféremment, la réalité est bien plus complexe que ce vocabulaire unique. En effet, en France, les formes juridiques et sociales que peuvent revêtir ces entités sont nombreuses, et leurs conséquences significatives, notamment sur le plan fiscal.

Le détail de chacune de ces structures dépasserait largement le cadre de notre propos, mais il convient néanmoins de citer les plus utilisées :

- Les Fonds communs de placement à risques, ou FCPR, ont été créés en 1983. Ces entités n'ont aucune personnalité juridique et sont uniquement des copropriétés de valeur mobilières. Cette définition implique nécessairement qu'ils soient gérés par une société de gestion.
- Les sociétés de capital risque, ou SCR, dont le statut remonte à 1985. La principale différence avec les FCPR est leur statut de structure unique (non dissocié de la société de gestion).
- Les structures anglo-saxonnes investissant en France mais non basées en France, du type *limited partership*. Ces dernières sont assez proches dans la forme du FCPR.

4. Les banques

Par nature, le rôle des banques de financement est déterminant dans une opération de LBO puisqu'elles déterminent le montant maximal qu'elles prêteront à la holding d'acquisition, ce qui limite automatiquement la taille des opérations envisageables, dans la mesure où l'investissement en capitaux propres sera toujours limité. Elles jouent donc un rôle de régulateur, puisque si aucune banque n'accepte de financer une opération au regard du *business plan* présenté par le fonds de LBO et les managers de la société qu'il rachète, l'opération échouera.

Dans le cadre des opérations de LBO, les banques sont rémunérées par de multiples canaux :

- D'une part, elles perçoivent évidemment des intérêts. Cependant, ces intérêts correspondent à la rémunération du risque couru, et ne sont donc pas un « gain réel » à proprement parler. Si, il y a quelques années, les taux perçus étaient importants par rapport au risque réel, la compétition farouche entre banques dans ce domaine a contribué à réduire considérablement les taux pratiqués et à rendre l'activité en elle-même moins rémunératrice.
- Mais d'autre part, les banques perçoivent des commissions à diverses occasions, et essentiellement à la conclusion de l'opération, lorsque les fonds sont versés. Ces frais de transaction (*arrangement fees* dans le jargon financier) sont en général de l'ordre de 1,5% du montant effectivement prêté.

5. Les conseils et intermédiaires

Les banques de financement ne sont pas les seules à prélever des honoraires importants lors des opérations de LBO. Plusieurs catégories de conseils et d'intermédiaires interviennent à divers moments du processus.

Les banques d'affaires

Les banques d'affaires interviennent généralement au côté du vendeur, qu'elles conseillent durant le processus de vente. Elles réalisent en général l'évaluation de la société à céder, puis rédigent un document de présentation (souvent appelé *Confidential Information Memorandum*, ou CIM), qu'elles transmettront ensuite à un ensemble d'investisseurs sélectionnés. Elles organisent ensuite tout le processus de vente, jusqu'à la conclusion du contrat.

Les experts-comptables

Lors de la phase de *due diligence*, l'acquéreur potentiel se doit de faire vérifier la cohérence de l'information comptable qui lui a été fournie précédemment, mais de manière succincte. L'appel à un cabinet d'expertise comptable est donc requis afin de pouvoir auditer rapidement les points les plus importants du dossier et, le cas échéant, d'émettre des réserves sur certains points.

Les avocats

De nombreux avocats sont amenés à intervenir au côté de tous les participants d'un LBO. Vendeur et acquéreur seront naturellement assistés d'avocats afin de conclure le contrat de vente, mais ceux-ci seront également nécessaires à l'acquéreur et au banquier afin de rédiger

le contrat de prêt. Enfin, les dirigeants-actionnaires font de plus en plus appel à des avocats spécialisés afin de défendre leurs intérêts lors de la négociation des *management packages*.

Les cabinets de conseil

Lors de transactions importantes, il est fréquent que des cabinets de conseil soient consultés par les repreneurs potentiels, afin de vérifier la pertinence de l'acquisition et les potentiels plans de développement qui pourront être menés chez la cible. Ils amènent parfois une expertise sectorielle dans des dossiers ciblant des secteurs pointus et peu connus des équipes d'investissements.

VI. Les recettes pratiques du LBO

Dans l'exemple de la société Blanche Neige développé plus haut, nous avons passé sous silence tous les changements qui avaient pu intervenir dans la gestion et l'organisation de la société entre son passage sous LBO et sa sortie de l'opération. Pourtant, les résultats financiers impressionnants constatés à l'issue de ce processus ne sont pas simplement l'effet d'un contexte économique favorable, mais aussi le résultat de modifications intimes dans les entrailles même de l'entreprise. Ces modifications ne sont d'ailleurs que les corollaires du principe même du LBO : les exigences fortes du service de la dette impliquent une rentabilité accrue. Au-delà de la ligne directrice simple qui consisterait à « augmenter les ventes, et diminuer les coûts », cette exigence est satisfaite en jouant simultanément sur trois tableaux : la gestion de l'argent, des processus, et des hommes.

1. La « mise sous tension de l'entreprise »

S'il est une devise que les fonds de LBO semblent tous vouloir partager, c'est d'être des actionnaires actifs. Si la traduction de ce principe dans la réalité diffère grandement selon les fonds concernés, l'une des raisons à la base du succès de nombreuses opérations semble bien être la pratique d'un actionnariat éclairé et dynamique dans des entreprises en régime de croisière et souvent sous-évaluées. C'est bien à une véritable « mise sous tension » de l'entreprise que le fonds va alors procéder.

a) Optimisation financière

Naturellement, l'optimisation peut facilement porter sur les aspects financiers de la vie du groupe. Le LBO en lui-même n'est d'ailleurs, à ce titre, qu'une optimisation du mode de financement de l'entreprise. En effet, il consiste d'abord à augmenter la part de dette dans les ressources de l'entreprise, ce qui rééquilibre ses sources de capitaux. Les sociétés faisant l'objet de LBO sont systématiquement des sociétés solides, établies sur des marchés porteurs, et disposant d'une histoire crédible. A ce stade de leur histoire, le risque opérationnel est devenu extrêmement faible, mais le risque financier qu'elles sont capables de supporter est donc corrélativement bien plus important. Cependant, il arrive fréquemment que la structure financière du groupe n'évolue pas aussi rationnellement qu'attendu, et qu'un « trop plein » de capitaux propres soit présent par rapport à ce qu'exigeraient les caractéristiques opérationnelles de l'entreprise. Le LBO est donc d'abord, à ce titre, une optimisation de la structure de financement.

Mais au-delà de la structure du capital, les fonds de LBO déploient souvent dans les sociétés de leur portefeuille un arsenal d'ingénierie financière important, destiné à mettre le cash sous tension, c'est-à-dire à éviter qu'il s'accumule inutilement trop longtemps et au mauvais endroit : les exigences de la dette sont là pour le rappeler. Les opérations engagées visent donc alors à donner plus de liquidités à des actifs de natures variées, à accélérer la circulation de la trésorerie à l'intérieur de l'entreprise, ou à modifier le mode de financement de certains actifs.

Encadré :
Eurazeo et le *Sale and Lease-Back* de B&B Hôtels

Eurazeo est l'un des deux groupes français de LBO indépendants les plus importants. Celui-ci a réalisé plusieurs des opérations majeures de ces dernières années.

Eurazeo a ainsi racheté récemment la chaîne d'hôtels à petit budget B&B. L'une des premières mesures mises en œuvre fut ainsi de céder la propriété de tous les murs des hôtels à une autre entité détenue par Eurazeo, avant de les reprendre en location longue durée. Ainsi, cette opération de *sale and lease back*, qui par nature permet de dégager immédiatement une trésorerie importante, a contribué de manière significative au succès de cet investissement.

Encadré :
Eurazeo et la titrisation de la flotte de Fraikin

Le rachat du loueur de camions Fraikin par Eurazeo a également été le cadre de l'utilisation d'une technique de titrisation innovante. Dans cette entreprise, l'actif principal était constitué par la flotte de véhicules. Afin de dégager du cash, une titrisation de la flotte a ainsi été réalisée : un fonds commun de créance est créé (FCC). Ce dernier se finance alors par émission d'obligations, et acquiert ainsi la flotte de véhicules de l'entreprise. Initialement, l'opération portait sur 400 millions d'euros, mais le FCC pouvait émettre des obligations jusqu'à 600 millions d'euros en cinq ans afin d'acquérir de nouveaux véhicules : tout ceci sans que rien n'apparaisse au bilan de Fraikin !

b) Améliorations opérationnelles

Pour autant, si l'ingénierie financière a pu suffire à certains LBO dont le succès reposait en général sur la hausse du marché, un travail poussé sur les processus mêmes de l'entreprise est en général nécessaire afin d'obtenir des résultats à la hauteur des espérances financières nourries par les investisseurs.

Les changements liés à la vente

La position d'une filiale au sein d'un groupe ne correspond pas nécessairement à la situation d'optimum économique pour cette filiale, mais plutôt en général à la volonté d'optimisation globale au niveau du groupe. Ainsi, il est manifeste que lors de la cession d'une partie d'un groupe, certains comportements et certains processus sont amenés à évoluer naturellement, du fait du changement d'actionnaire qui redonne à cette entité le rôle central.

Encadré :
Le cas de CIS (Comptage Immobilier Services)

Au sein du groupe Schlumberger existait un pôle de fabrication de compteurs de mesures (d'eau et d'électricité par exemple) dénommé Compteurs Schlumberger, et un pôle chargé de fournir les services de relevé de mesures de consommations dans les immeubles, Comptage Immobilier Service ou CIS.

Lorsque ces filiales étaient au sein du groupe, la mission qui était assignée à CIS était en fait de vendre les compteurs fabriqués par Compteurs Schlumberger aux prix que la maison mère avait fixés. Ceci n'avait pas forcément de sens économique pour CIS, dont l'objet social était la mesure de consommations.

Au début des années 2000, l'ensemble fut vendu à un fonds de LBO, qui céda immédiatement l'activité de mesure à un autre fonds de LBO et conserva la fabrication de compteurs. Après cette séparation, la première mesure prise fut naturellement de revoir ce contrat de fourniture de compteurs, car le but de CIS redevenait de gagner des clients pour la mesure et non plus de vendre des compteurs !

Comme le montre l'exemple de CIS, le processus de vente corrige immédiatement certains comportements sous-optimaux hérités de la « géographie » du groupe précédent. Prix de cession internes, objectifs commerciaux ou logistique sont souvent les premiers concernés par ce phénomène.

Le réveil de la belle endormie

Au-delà de ces changements liés à l'évolution de l'environnement immédiat de la société, la transition sous LBO permet un regard neuf sur le métier, porté par des actionnaires pour lesquels l'entreprise est nécessairement *core business*, et qui n'hésiteront alors pas à mener de nombreux « chantiers » d'amélioration. Ce sont ces chantiers qui, identifiés dès la phase de *due diligence* par le fonds d'investissement, justifient le potentiel d'amélioration et le prix d'achat de la cible.

Certaines stratégies sont d'ailleurs mises en œuvre de manière quasi systématique par les équipes de gestion des fonds, dont elles constituent en quelque sorte les compétences

centrales. Cependant, les fonds restent uniquement des actionnaires, et non des dirigeants : s'impliquer dans la gestion au quotidien de l'entreprise serait ainsi pour eux le signe d'un mélange des genres non souhaitable, et d'une confusion lourde de conséquences sur le plan juridique lorsque les choses se passent mal. Impossible, donc, pour le fonds, de débarquer dans l'entreprise dès le lendemain de son acquisition, et de modifier les organigrammes à tour de bras tout en lançant des grands chantiers : tout doit passer par le management. Pour ce faire, c'est donc d'abord un processus de *reporting* bien rodé qui doit être mis en place rapidement.

Selon les caractéristiques propres à chaque entreprise, et donc à chaque processus de production ou de vente, toute une série d'indicateurs à renseigner très régulièrement (en général, mensuellement) est déroulée dès les premiers jours de l'opération. Au premier rang de ces indicateurs vient bien sûr la trésorerie, mais différents indicateurs industriels ou opérationnels ont également leur place afin de tenter de déterminer les pistes d'amélioration les plus pertinentes pour l'entreprise. Le rythme de reporting est serré : il peut être quotidien ou hebdomadaire de manière informelle (au téléphone par exemple), mais il est quasi systématiquement mensuel, lors d'une réunion avec des membres de l'équipe de gestion. Les conseils d'administration trimestriels sont à ce titre l'occasion d'un examen particulièrement attentif des chiffres présentés. Ce n'est donc qu'une fois ce formalisme mis en place que le véritable processus de travail peut commencer, et que les différents « chantiers de création de valeur » peuvent être initiés.

Le B A BA du LBO : la réduction du besoin en fonds de roulement

A la fois problème financier et problème opérationnel, la réduction du besoin en fonds de roulement (ou BFR) est souvent le premier travail entrepris lors d'un passage en LBO. En effet, le BFR (défini comme la différence entre les emplois et les ressources à court terme) est une immobilisation importante de capitaux, qui peut souvent être diminuée afin de dégager des liquidités pouvant alors être affectées à d'autres priorités.

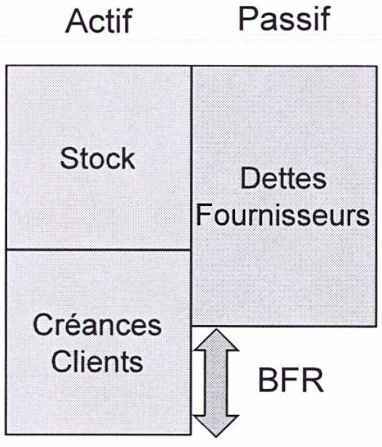


Fig. 4 : Définition du BFR. Par simplicité, on peut en général l'assimiler à la différence Stocks + Créances Clients – Dettes Fournisseurs. Lorsque ce solde est positif, le BFR est un emploi qui nécessite un financement. Lorsqu'il devient négatif, c'est une ressource que l'on peut affecter au financement d'autres projets.

Quelle démarche est utilisée pour réduire le BFR, et pourquoi est-ce systématiquement le premier point abordé par les fonds de LBO ? La raison tient sans doute à ce que, comme nous l'a confié un dirigeant de fonds, « le BFR baisse dès qu'on le regarde ». Cet argument en forme de plaisanterie se comprend malgré tout assez aisément : les niveaux de stocks et les délais de paiement sont souvent fixés en fonction d'habitudes historiques, héritées de longues années de gestion, et qui pourraient facilement être remis en question. Qui plus est, dans les grands groupes, il est plus malaisé de contrôler le BFR au niveau de chacune des entités opérationnelles que dans une entité indépendante de taille plus réduite. Ainsi, en travaillant sur les inventaires, les conditions de paiement et les délais accordés aux clients, l'entreprise pourrait facilement réduire son BFR et dégager des liquidités bienvenues : *quod erat demonstrandum...*

Si cette démarche peut être fructueuse dans bon nombre d'opérations, il n'en reste pas moins qu'il serait caricatural d'affirmer que les grands groupes et les sociétés familiales sont totalement incapables de maîtriser leur BFR, tandis que les fonds seraient en revanche des virtuoses en la matière. Ces derniers peuvent effectivement être plus efficaces et impulser des changements auparavant impossibles, mais cela fait désormais bien longtemps que la surveillance du BFR fait partie des principes de bonne gestion appliqués par chaque entreprise de tailler raisonnable.

Ainsi, l'un des dirigeants que nous avons rencontrés nous a confié que lors du passage de son entreprise sous LBO, le fonds avait missionné une prestigieuse équipe de consultants afin de dégager des pistes pour la réduction du BFR. Après trois mois de travail et des honoraires conséquents, les conclusions de l'équipe furent que le BFR était parfaitement géré...

Encadré :
La réduction du BFR chez Europcar

Europcar est une entreprise de location de voitures réputée, passée récemment en LBO sous la houlette d'Eurazeo. En tant que loueur de voitures, Europcar achète des véhicules neufs qu'elle loue pendant une durée très limitée, avant de les revendre d'occasion pour un prix intéressant. Les principaux déterminants de son BFR sont donc les délais de paiement de véhicules auprès des constructeurs, ainsi que la taille du stock « tampon » de véhicules toujours disponibles afin d'éviter les indisponibilités de location.

Dès le passage en LBO de l'entreprise, un travail a été entrepris sur ces deux points. Les acheteurs de voitures furent ainsi incités à négocier moins âprement sur les prix d'achat, mais en exigeant des délais de paiement bien supérieurs. De même, le stock tampon de véhicules fut divisé par 8 en quelques mois. Au total, ces deux mesures simples ont permis au groupe de dégager plus de 150 millions d'euros de trésorerie en l'espace de quelques mois seulement.

Le BFR est d'ailleurs l'une des illustrations les plus flagrantes des nécessités du reporting : seule une mesure précise permet d'agir efficacement. De plus, une fois la réduction réalisée, il convient de toujours garder son évolution sous surveillance afin d'éviter tout dérapage : le BFR étant par nature dynamique, une réduction dégage des liquidités, mais une augmentation en consomme... Les effets d'une telle réduction étant ponctuels, ceux-ci vont permettre rapidement de financer un nouveau projet ou plus probablement de rembourser de la dette, mais ils ne permettront pas de créer durablement de la valeur. C'est donc sur d'autres aspects que s'effectue le travail de long terme.

L'augmentation des ventes, ou comment réinventer la croissance organique ?

Il paraît presque tautologique d'affirmer que pour faire croître une entreprise, il convient d'en augmenter les ventes. Cette affirmation simple n'est pourtant pas systématiquement appliquée de manière efficace dans les entreprises, mais elle constitue une nécessité vitale pour les fonds de LBO qui veulent pouvoir revendre plus cher ce qu'ils ont acquis quelques années auparavant.

En ce sens, la critique souvent faite aux opérations de LBO, selon lesquelles ces dernières brideraient le dynamisme et l'innovation, ne paraît pas tenir la route. Comment espérer en effet faire une plus-value sur une entreprise identique ou moins performante que celle que l'on a achetée ? Les sociétés sous LBO sont donc condamnées à la réussite, par l'augmentation de leurs parts de marché, la création de nouveaux produits, ou la conquête de nouveaux marchés.

Encadré :
De Toys'R'Us à Babies'R'Us : histoire d'une diversification réussie

Toys'R'Us est un distributeur de jouets américain à la présence mondiale, détenu par le fonds de LBO KKR. Lors de son rachat sous LBO, cette entreprise présentait entre autres un point faible principal : en tant que magasin de jouets, ses ventes étaient extrêmement saisonnières, avec une très grosse concentration sur le mois de décembre qui correspond aux ventes de jouets de Noël. Une saisonnalité aussi concentrée est un risque important, et un inconvénient financier assez lourd.

Les équipes de KKR cherchèrent à se défaire de cette caractéristique contraignante, et proposèrent une idée pour conquérir de nouvelles ventes en diminuant ainsi les risques liés à la concentration des profits sur Noël : la société créa l'enseigne Babies'R'Us, chaîne de distributeurs d'accessoires pour bébés. Cette création comportait deux avantages majeurs. Non seulement cette arrivée sur le marché des accessoires de bébés générait des ventes supplémentaires qui permettaient de lisser le chiffre d'affaire sur l'année, mais cela permettait aussi de fidéliser les clients de Babies'R'Us qui venaient d'abord pour leurs bébés en les dirigeant ensuite vers les magasins de jouets !

La croissance externe, salut des LBO multiples ?

Si la croissance organique est capitale pour le succès d'un LBO, elle connaît malgré tout ses limites : les taux de croissance finissent un beau jour par rejoindre l'asymptote définie par le taux de croissance du marché, et parfois même passent en dessous. La réponse immédiate à ce problème de croissance est simple : augmenter le volume d'affaires en réalisant des opérations d'acquisitions.

C'est tout particulièrement dans les LBO dits « multiples » que les stratégies de croissance par acquisition (ou *Leveraged Build Up*) sont fréquentes. En effet, le premier LBO a en général permis, s'il a été réussi, d'accroître la rentabilité de la société et d'augmenter sa croissance organique autant qu'il était possible. La marche à suivre pour un deuxième LBO est donc de dégager de nouvelles opportunités de croissance par le biais d'acquisitions ciblées d'entreprises aux activités complémentaires.

Encadré :
Les multiples vies d'Eau Ecarlate

Chacun connaît l'Eau Ecarlate pour en avoir utilisé au moins une fois. Cette société française à la croissance tranquille fut reprise en LBO à la fin des années 90. A la fin d'un premier LBO réussi, elle entama une stratégie de croissance externe, poursuivie ensuite lors de deux LBO successifs, ou LBU (*Leveraged Build Up*) : présente initialement sur le marché des détachants (activité initiale de l'entreprise), la société fit successivement l'acquisition de Vu (nettoyant pour lunettes), Eparcyl (activateur de fosses septiques), Vigor (entretien ménager), avant de fusionner avant un groupe italien de produits d'entretien. Par une série d'acquisitions diversifiantes mais malgré tout ciblées sur le domaine des produits ménagers, Eau Ecarlate en est donc aujourd'hui à son troisième LBO !

Au-delà de ces « recettes miracles » souvent appliquées lors des opérations de LBO, de nombreux autres mouvements stratégiques peuvent être adoptés afin d'adapter le groupe à sa nouvelle situation. Ainsi, il n'est pas rare de voir un groupe sous LBO céder certains actifs non stratégiques afin de financer son développement sur son cœur de métier[5].

A l'inverse, certains investissements importants peuvent parfois se révéler nécessaires. Il est cependant rare que des fonds de LBO investissent dans des entreprises nécessitant des investissements lourds et rentabilisables uniquement sur longue période : ce modèle est en effet par essence incompatible avec le principe du LBO qui consiste à libérer du cash sur une période relativement courte. Les nouveaux investissements sont alors examinés au crible du TRI : non pas taux de rendement interne, mais taux de rentabilité immédiate ! Un dirigeant d'entreprise sous LBO nous a confié à ce sujet que ses investissements devaient pouvoir être rentabilisés en trois années.

Ainsi, la palette de modifications mises en œuvre lors d'un LBO est extrêmement vaste dans des techniques, mais tends généralement à un but ultime: elle vise systématiquement à augmenter la rentabilité et la génération de cash dans l'entreprise, au minimum à moyen terme.

On peut toutefois faire remarquer qu'à la fois les améliorations opérationnelles que l'on vient de citer comme des exemples typiques de « chantiers de création de valeur » mis en œuvre par les fonds dans leurs cibles, et dans une certaine mesure les techniques d'optimisation financière qui les accompagnent, donnent à première vue l'impression de s'apparenter avant tout à des bonnes pratiques de gestion, dont la mise en œuvre dans une entreprise n'est *a priori* pas conditionnée à la structure de son actionnariat. Selon pareille idée, le LBO s'apparenterait principalement à une technique – certes sophistiquée – de financement d'entreprise, mais il ne serait pas nécessaire d'avoir recours à ce montage fortement cadré pour appliquer les recettes de management dont il se fait le chantre. Du reste, il faut bien reconnaître que la réduction du besoin en fonds de roulement, l'atténuation de la cyclicité des ventes, la diversification du portefeuille clients ou la transformation de coûts fixes en coûts variables, mesures dont des exemples d'application concrète ont été donnés *supra*, comptent parmi les « recettes » que tout décideur est résolument invité à suivre par la littérature du management ou les cabinets spécialisés en conseil opérationnel aux dirigeants

[5] Dans le cas où le groupe vend des actifs, il est à noter que la majorité des contrats de prêt précisent qu'un pourcentage fixe des sommes récoltées à cette occasion doit être utilisé afin de rembourser la dette. C'est une clause dite de *mandatory prepayment*, ou remboursement obligatoire.

s'il veut assurer la pérennité de son activité dans un contexte concurrentiel toujours plus exigeant. De tels constats simples inviteraient donc à apprécier avec une certaine retenue les performances opérationnelles affichées par les fonds d'investissement, et à les considérer comme un retour aux fondamentaux de la bonne gestion, indépendants de l'existence ou non d'un montage LBO sur une entreprise.

Un élément vient troubler cette approche pourtant raisonnable. On constate en effet qu'avec une constance surprenante, les dirigeants d'anciennes filiales de groupes cotés, cédées sous LBO, dressent un tableau saisissant des effets que l'évolution de l'actionnariat de leur entreprise a eus sur la latitude dont ils disposent pour gérer leur activité. Quand ils étaient au sein du groupe, beaucoup déploraient les contraintes liées à la cotation sur un marché réglementé, souvent résumées par l'image du « carcan de la Bourse ». Les exigences relatives à la communication de l'information financière, au dialogue avec un actionnariat dispersé et à l'interaction avec les analystes financiers, auraient pour conséquence, de l'avis de beaucoup, de contraindre le dirigeant à adopter des constantes de temps qui ne sont pas forcément compatibles avec l'essence de son activité[6] et de le détourner de ses tâches de gestion opérationnelle. Pour illustrer cet aspect du management des grandes sociétés, le directeur général du groupe anglais de télécommunications Cable & Wireless, coté à la Bourse de Londres, a ainsi récemment décrit en public[7] son emploi du temps d'une semaine de juin 2008 : « Du lundi au jeudi, j'ai enchaîné les réunions avec soixante-quinze investisseurs et analystes pour leur présenter la stratégie de mon groupe ; le vendredi matin, j'étais à une conférence organisée par l'université dont je suis issu, et en une semaine je n'ai donc créé de la valeur pour mon groupe que le vendredi après-midi, entre 13h et 19h... ». Le carcan de la Bourse détournerait donc le dirigeant de ses occupations productives, pourtant prioritaires du point de vue de la « création de valeur ».

A l'inverse, naturellement, l'interaction avec un fonds de *private equity* permet au manager de s'affranchir de ces exigences qui rythment parfois artificiellement la marche de ses affaires. Finis les actionnaires dispersés dont les représentants changent à chaque trimestre, et à qui il faut donc expliquer la stratégie tous les trois mois, mais une équipe d'investisseurs professionnels, familiers de leurs lignes de portefeuille, et qui la suivent de bout en bout. Finies aussi les exigences réglementaires laborieuses et contraignantes en matière de communication financière, l'interaction avec l'actionnaire est compatible naturellement avec les constantes de temps propres à l'activité. Et surtout – aspect qui peut surprendre – un actionnaire stable, engagé sur le moyen terme, et qui apprécie donc la pertinence de la gestion en ayant l'œil rivé non sur le cours de Bourse du lendemain comme le ferait un *trader*, mais sur sa compatibilité avec le modèle d'affaires de la cible et sa capacité à accroître sa valeur avant la sortie de l'investissement (soit à trois – cinq ans)[8].

Pour résumer, le LBO – et plus généralement le *private equity* – est donc souvent

---

[6] Idée que l'on résume en général par l'expression « pression du rapport trimestriel ».

[7] A l'occasion de la conférence intitulée *Inaugural Private Equity Symposium* organisée par la London Business School les 6 et 7 juin 2008.

[8] Les fonds d'investissement américains insistent beaucoup, dans leur communication d'entreprise, sur l'idée que leur gestion des cibles ressemble bien davantage à celle d'un actionnaire industriel qu'à celle d'un *trader* de salle de marché. J. Huth, patron de KKR pour l'Europe, déclarait ainsi en 2006 : « *If you ask what's our role model, it isn't Goldman Sachs. It's much more like GE : we want to be a very good manager of businesses.* » (Perspectives on Corporate Finance and Strategy, McKinsey&Company, Autumn 2006). Pour reprendre une dichotomie diffusée par la littérature américaine, les fonds de *private equity* se veulent bien plus proches de *Main Street* que de *Wall Street*.

présenté aujourd'hui par ceux qui le pratiquent ou le vivent comme un rempart face aux lourdeurs du monde des sociétés cotées. Par le passé, le LBO a déjà pris des allures de refuge, mais la menace était d'un autre type : S. Kaplan rappelle ainsi[9] que dans les années 1980, la mode était aux *raiders* qui rachetaient des entreprises dont il jugeait que les actifs n'étaient pas correctement valorisés, pour souvent les revendre par appartements ; se lancer dans un LBO était alors un moyen d'échapper à pareille perspective. Il faut reconnaître qu'une telle caractérisation est, dans ces deux cas, un contrepoint efficace à l'accusation de focalisation sur le court terme qui est souvent portée dans l'opinion publique à l'égard des actionnaires financiers dans leur ensemble : aujourd'hui comme hier, il se trouverait des investisseurs bien plus volatils et moins concentrés sur la réussite de leurs cibles que les fonds de *private equity*.

Si l'on se concentre sur la période actuelle, on peut identifier deux séries d'éléments qui, au-delà des aspects réglementaires et généraux que l'on vient de citer, disjoignent par nature le monde du LBO du monde des groupes cotés.

En premier lieu, il convient de souligner que le concept même d'effet de levier financier ne peut pas être appliqué avec autant de puissance au sein d'un grand groupe que sur une entreprise indépendante contrôlée par un fonds d'investissement. On peut voir à cela deux raisons. Une première est d'ordre intrinsèque : les conditions de financement qui s'appliquent à un groupe – du CAC40 par exemple – sont attachées à des ratios d'endettement et de couverture des frais financiers qui s'appliquent et s'apprécient à l'échelle de l'ensemble du groupe, et non de chacune de ses filiales ou divisions prise individuellement[10]. La conséquence immédiate de cette centralisation est qu'il est malaisé de parler de levier d'endettement d'une filiale donnée, et encore plus de le régler aussi finement que ce à quoi s'appliquent les fonds dans les entreprises individuelles de leur portefeuille. La seule façon de surmonter cette difficulté serait d'agréger l'effet de levier à l'échelle du groupe ; mais, peut-être pour des raisons liées aux différences de rapidité dans le développement des marchés financiers entre l'Europe continentale et le monde anglo-saxon, l'idée d'endetter un des groupes du CAC40 dans les proportions communément appliquées dans les LBO (35% de fonds propres pour 65% de dettes, par exemple) reste pour l'instant inenvisageable[11].

La seconde raison, extrinsèque, pour laquelle la portée de l'effet de levier est plus limitée sur un groupe coté qu'elle ne l'est sur une entreprise « classique » sous LBO tient à la définition même du concept de levier, dont on a rappelé la définition dans les premières pages de ce document, et qui résume l'intérêt fondamental de la dette : à rentabilité économique donnée (à supposer qu'elle soit supérieure au taux d'intérêt appliqué à l'entreprise), l'endettement accroît mécaniquement la rentabilité financière de l'entreprise. C'est bien sûr ce qui explique l'intérêt du mécanisme LBO pour les actionnaires en fonds propres que sont les fonds d'investissement. Il n'en va pas exactement de même s'agissant des groupes cotés. En effet, le jugement qui s'exerce sur ces derniers par la communauté financière, lequel a en partie une influence sur son cours de Bourse, repose plutôt sur le niveau de sa rentabilité économique que sur celui de sa rentabilité financière. Pour caricaturer, il n'est pas du tout sûr que, toutes choses égales par ailleurs, accroître l'endettement d'un groupe coté ait un effet

---

[9] S. Kaplan, Private Equity : Past, Present and Future, Journal of Applied Corporate Finance, Summer 2007

[10] C'est par ce biais que la direction financière du groupe tire parti de sa puissance de frappe : l'agrégation de tous ses besoins de financement lui assure l'accès à un crédit moins coûteux dans son ensemble.

[11] Le cas de Total, premier groupe du CAC40, l'illustre bien. Sa dette financière nette, au 31 décembre 2007, était de 11,8 milliards d'euros, comparable à la valeur à la même date de sa participation dans Sanofi-Aventis (10,9 milliards d'euros) – dont le groupe a plusieurs fois déclaré vouloir se séparer –, ce qui fait virtuellement de Total un groupe désendetté au plan opérationnel.

positif sur le niveau de son cours de Bourse. C'est pourtant ce cours qui détermine à lui seul la qualité de tout investissement en actions flottantes... Ces deux considérations (sur les contraintes relatives à l'endettement d'un groupe coté et la mécanique même de l'effet de levier) constituent un premier jeu d'explications de la disjonction essentielle entre les pratiques financières que les fonds peuvent mettre en œuvre au niveau des holdings d'acquisition et celles qui, par construction, ont cours dans les groupes.

En second lieu, il semble bien que le rôle joué et la position privilégiée occupée par les dirigeants des entreprises concernées soient aussi des facteurs déterminants de différenciation entre le monde du LBO et le monde des groupes cotés.

2. La place particulière des dirigeants sous LBO

Les nombreux entretiens que nous avons conduits, en France, avec des managers d'entreprises actuellement sous LBO ou l'ayant été par le passé, nous permettent en effet de dresser un panorama assez précis des évolutions typiques que connaît l'activité principale d'un manager lorsque l'entreprise qu'il dirige passe sous le contrôle de fonds de *private equity* dans le cadre d'un LBO. Par construction, les éléments qui suivent concernent principalement d'anciennes divisions de groupes cotés, mais on peut tout de même considérer que les enseignements à en tirer s'appliquent à bien d'autres cas typiques d'acquisitions. Rappelons d'ailleurs que d'après S. Kaplan et P. Strömberg, les acquisitions de divisions de groupes cotés et les sorties de la cote de groupes entiers représentent au total plus de la moitié des cas de LBO sur la période 1985-2007[12].

Les réactions de nos interlocuteurs, dont nous respectons naturellement l'anonymat, sont frappantes par leur homogénéité et leur insistance. Elles ne sont, bien sûr, pas exemptes d'un certain nombre de biais (celui de la requalification historique des faits et des impressions n'étant pas le moindre d'entre eux) mais elles méritent malgré tout une mention dans ces lignes. S'agissant de managers d'anciennes divisions de groupes, il n'est pas étonnant que tous déplorent avec le recul la situation à laquelle ils étaient confinés dans leurs fonctions antérieures. « En un an, je n'ai eu la parole que dix minutes au comité exécutif du groupe » a ainsi regretté l'un d'eux, qui aurait pourtant fort apprécié de faire part à ses instances dirigeantes des projets stratégiques qu'il concevait pour la filiale de ce groupe agroalimentaire dont il avait la charge, et qu'il a ensuite mis en œuvre avec l'appui de son nouvel actionnaire. Le pouvoir d'initiative et la liberté d'action sont les éléments qui manquaient le plus souvent à nos interlocuteurs dans leurs anciennes fonctions. On peut y voir deux explications : tout d'abord, ils occupaient des fonctions de direction d'une simple filiale, ce qui ne les plaçait pas toujours à un niveau élevé de la hiérarchie de leur groupe, et les conduisait donc à interagir avec plusieurs échelons supérieurs au leur. Ensuite et surtout, la filiale dont ils avaient la charge faisait souvent partie de ces entités dont la direction générale du groupe ne se préoccupait qu'épisodiquement, soit que son domaine d'activité n'était pas pleinement situé dans le cœur de métier du groupe, soit que volume d'activité la rendait mineure. Il s'agit là d'une situation typique des entreprises ciblées en priorité par les fonds d'investissement : aux Etats-Unis comme au Royaume-Uni et en France, on constate que de telles « filiales orphelines » de grands groupes sont particulièrement prisées dans le cadre de LBO, et nous verrons plus loin qu'elles offrent souvent l'opportunité de réaliser des investissements très

[12] Les cessions de divisions représentent 29,6% et les retraits de la cote 26,9% des opérations d'un échantillon de plus de 17.000 transactions enregistrées à travers le monde par la base de données CapitalIQ sur la période 1985-2007 (S. Kaplan & P. Strömberg, Leveraged Buyouts and Private Equity, working paper, 2008).

performants. Enfin, plusieurs notent qu'il leur était souvent malaisé de bien comprendre les critères sur lesquels ils étaient jugés (l'EVA a été donné comme exemple de telles grandeurs difficiles à appréhender) et de saisir le lien qu'il pouvait y avoir entre leur action au quotidien et l'évolution des critères numériques sur lesquels ils étaient évalués[13].

Ces remarques sur la place qu'occupaient les dirigeants avant la cession sous LBO sont naturellement cohérentes avec l'appréciation qu'ils portent sur leur rôle une fois le nouvel actionnaire en place. Tous soulignent la fluidité de la relation qu'ils entretiennent avec les représentants des fonds propriétaires : le plus souvent, ce sont trois membres de chaque fonds au maximum qui suivent la ligne de portefeuille, ce qui contraste nettement avec les échelons hiérarchiques intermédiaires antérieurs. Il est donc d'autant plus aisé pour eux de retenir alors l'attention de leurs prescripteurs, notamment lorsqu'il s'agit d'évoquer les projets stratégiques qu'ils souhaitent mettre en œuvre dans l'entreprise : loin des « dix minutes » de temps de parole mentionnées plus haut, il leur est loisible d'interagir autant que de besoin avec leur actionnaire. Ce dernier leur accordera d'ailleurs une oreille souvent plus attentive que la direction générale peu soucieuse du devenir de ses filiales orphelines : toutes proportions gardées, chacune de ses activités fait partie, pour un fonds d'investissement, de son cœur de métier. Aucune de ses lignes en portefeuille ne peut être considérée comme orpheline ou boiteuse. En résumé, le manager de ce qui était jadis une filiale en devient le dirigeant à part entière : cette transformation a souvent été vécue comme une délivrance par les managers de notre étude.

Un dernier élément vient caractériser la rupture que vit le manager lors de la cession sous LBO : si par le passé les critères de jugement qui s'exerçaient sur lui pouvaient lui paraître flous, avec un fonds d'investissement ils gagnent en lisibilité et en simplicité et se résument souvent à des aménagements mineurs autour de la notion centrale de *cash flow*[14]. Le mécanisme même du LBO, dont les grandes lignes ont été rappelées dans les premières pages de ce texte, invite à constater que, toutes choses égales par ailleurs, la réussite de l'opération sur une entreprise donnée est positivement corrélée à la capacité de celle-ci à dégager de la trésorerie (pour assurer le paiement du service de la dette voire en rembourser le principal). Il est donc logique que la gestion pratiquée par un fonds de *private equity* dans une entreprise de son portefeuille soit, comme on l'a rappelé plus haut en l'illustrant sur des exemples précis, principalement focalisée sur la génération de *cash flow* et la gestion de la trésorerie (la remarque est presque tautologique, tant le contraire serait surprenant). En matière de gestion des ressources humaines, pareille focalisation donne l'occasion au dirigeant de l'entreprise concernée de jouer un rôle d'investisseur tout à fait nouveau pour lui.

Ce qui est souvent présenté comme la clé de voûte du LBO réside dans cette technique simple que les fonds mettent systématiquement en œuvre pour atténuer le traditionnel conflit entre principal et agent qui peut naître entre actionnaires et managers : pour inciter le dirigeant sous LBO à adopter la même focalisation que lui sur le *cash flow*, c'est au côté des principaux managers que le fonds investit dans l'entreprise. Une comparaison avec une situation de la vie courante permet de comprendre la puissance de ce moyen pour rendre commune entre les

---

[13] L'exemple du cours de Bourse est le plus parlant : certes il est essentiel pour l'investisseur comme on l'a rappelé *supra*, mais son évolution résulte de l'agrégation d'une multitude de facteurs exogènes à la marche des affaires de l'entreprise. Au plan opérationnel, un manager n'a que peu de leviers pour agir sur son évolution, alors même qu'une part variable de sa rémunération peut y être indexée.

[14] N. Goutard, ancien patron de Valéo puis associé du fonds LBO France, parle ainsi de « tyrannie du cash » pour caractériser les LBO. Voir N. Goutard, LBO : le management par la tyrannie du cash, Ecole de Paris du Management, Compte-rendu du séminaire Vie des Affaires du 12/01/07.

actionnaires et les managers la préoccupation relative à la génération de *cash flow*. Avec un peu d'imagination en effet, et une certaine dose de détachement, on peut presque considérer que préférer l'analyse du bilan et du tableau des flux de trésorerie à celle du compte de résultat pour apprécier la marche des affaires revient presque à pratiquer une gestion ménagère de l'entreprise, proche de celle du « bon père de famille prudent et avisé » qui cale le budget de son ménage du mois N en fonction de l'argent qu'il lui reste en compte à la fin du mois N-1. On peut alors considérer que c'est pour s'assurer que le dirigeant adoptera bien ce prisme de lecture que le fonds l'enjoint à devenir actionnaire : le manager doit être logiquement conduit à penser qu'il y aura un lien direct entre la génération de *cash flow* pour son entreprise et la gestion de son budget personnel.

Dans la pratique, les termes de cet investissement sont réglés dès la conclusion de l'opération par un contrat entre le fonds acquéreur et les managers concernés que l'on désigne sous l'appellation anglaise de *management package*. Il vise en particulier à définir les engagements réciproques des parties dans deux situations sur lesquelles il convient de s'attarder : la clôture de l'opération et le cas d'un départ anticipé du manager.

La description détaillée des *management packages* pourrait faire, à elle seule, l'objet d'un opus qui dépasserait considérablement le cadre de ce texte. Néanmoins, une bonne compréhension des ressorts du LBO passe par une acculturation avec les caractéristiques schématiques de ces contrats. On en retiendra notamment que l'investissement des dirigeants se divise en deux types d'instruments : un investissement en capital et des mécanismes optionnels. L'investissement en capital consiste en l'achat d'actions de la société holding au côté du fonds et dans des conditions en tout point comparables : sur ce volet du contrat, les plus-values réalisées par le manager et le fonds à la sortie du LBO évoluent en proportion de leurs mises initiales respectives. Ce volet classique se double d'une part variable faisant intervenir divers mécanismes optionnels, dont les plus classiques restent l'attribution de bons de souscription d'actions (BSA). Ces BSA, achetés par le manager au début de l'opération, seront ensuite mis en œuvre à la sortie dans des proportions variables définies par le contrat. Assis sur un ou plusieurs indicateurs (EBITDA, valeur d'entreprise, etc.) mesurés annuellement ou sur la durée totale de l'investissement, ils donnent droit à l'attribution, *in fine*, de nouvelles actions (immédiatement revendues, par définition, s'agissant de la sortie) à des échelles qui dépendent précisément de l'évolution de ces indicateurs entre l'entrée et la sortie du LBO. Ces mécanismes fonctionnent en général par cliquets et ne sont activés qu'une fois que les indicateurs concernés ont atteint un certain seuil, ce qui en renforce le caractère incitatif. Les contrats sont volontairement très avantageux pour les managers : par le jeu de ces mécanismes optionnels, le retour sur investissement qu'offre au dirigeant une opération donnée est le plus souvent nettement supérieur à celui dont bénéficie le fonds d'investissement[15].

Parallèlement, le contrat définit aussi, naturellement, les dispositions qui régiraient les rapports entre le manager et les actionnaires dans l'hypothèse où le premier quitterait l'entreprise avant que le fonds ne vende sa participation. Plusieurs cas de figure peuvent bien sûr se présenter (démission, licenciement pour raisons économiques, licenciement pour faute, etc.) mais ils se regroupent en deux grandes catégories en fonction de leurs effets sur la réalisation de l'investissement du dirigeant. Dans le cas le plus favorable pour le dirigeant (i.e. les situations dans lesquelles il peut être qualifié de *good leaver*, par exemple lorsqu'il quitte

[15] Certains de nos interlocuteurs évoquent à ce sujet la « règle du carré » : le nombre par lequel le dirigeant multiplie sa mise initiale serait bien approximé par le carré du multiple réalisé par le fonds…

ses fonctions de son plein gré), son investissement en capital est racheté par le fonds à un prix qui est déterminé par le contrat, mais supérieur ou égal à sa valeur initiale, et les mécanismes optionnels donnent lieu à un rachat à une valeur correspondant à un pourcentage négocié de la plus-value finale. Dans le cas qui lui serait le moins favorable (par exemple un licenciement pour faute, qui transformerait le dirigeant en *bad leaver*), il n'existe pas de règles générales quant au rachat des mécanismes optionnels (lesquels peuvent même être tout simplement perdus), et le fonds peut racheter l'investissement en capital à sa valeur initiale (mais il n'en a en général pas l'obligation, et le manager sur le départ peut donc rester actionnaire de l'entreprise alors qu'il ne la contrôle plus, comme cela est déjà arrivé).

On voit donc que la relation contractuelle qui unit le dirigeant au fonds d'investissement est un mélange de perspectives fortement incitatives et d'une prise de risque non nulle. Dans le cas extrême d'une opération qui se révèlerait particulièrement peu réussie, le dirigeant pourrait tout à fait perdre sa mise initiale en même temps que le fonds. Même s'il s'agit là d'un scénario qu'aucune partie ne souhaiterait voir se réaliser, son éventualité reste immanquablement présente à l'esprit du manager sous LBO. Couplée au niveau habituel de son investissement, en général significatif au regard de son patrimoine personnel (l'équivalent de un à deux ans de salaire pour un premier LBO, et la moitié de la plus-value réalisée lors de la première opération pour un LBO secondaire sont des ordres de grandeur courants), elle est indéniablement un moyen puissant pour le fonds de s'assurer que l'attention du manager restera focalisée sur les critères qui comptent. Les *management packages* sont les outils incontournables de la réalisation pratique de « l'hyper-alignement » des intérêts entre managers et actionnaires, que la littérature spécialisée évoque souvent, à raison, comme le fondement des opérations de LBO.

Ces techniques d'intéressement forment, avec le pouvoir « focalisateur » d'un niveau de dette élevé et le suivi serré du rapport entre réalisations et objectifs conduit par les équipes de gestion des fonds d'investissement – évoqués plus haut –, le triptyque de définition des LBO dans leur dimension opérationnelle[16]. D'une certaine façon, l'on peut dire qu'ils font vivre non sans succès la règle qui veut que « l'on ne soit intelligent que sous la contrainte »[17] : comme le faisait remarquer avec humour l'écrivain anglais Samuel Johnson, *the prospect of being hanged focuses the mind forcefully*. Certes il serait excessif de considérer que les exigences liées au service de la dette ou les risques pris, à titre individuel, par les managers concernés, constituent des épées de Damoclès faisant, respectivement, de la marche des affaires de l'entreprise ou de la vie quotidienne de ses dirigeants, une source permanente d'angoisse insupportable ou dangereuse, mais leur pouvoir de catalyse ne doit pas être sous-estimé. Une image nous a été suggérée pour illustrer la portée de ces techniques de gestion : elle consiste à comparer l'action des fonds de LBO dans une entreprise avec le déclenchement d'un *reset* qui transformerait des cadres intermédiaires, souvent ingénieurs de leur état et dont le pouvoir d'initiative est relativement contenu, en des financiers, soucieux de tout mettre en œuvre pour que les ratios surveillés par leurs actionnaires et leurs banquiers ne franchissent en aucune manière les limites contractuellement définies. Dans le cas extrême de divisions d'anciennes entreprises à capitaux majoritairement publics, certains se targuent même d'avoir

---

[16] Cette caractérisation a notamment été théorisée par S. Kaplan, The Evolution of U.S. Corporate Governance : We are all Henry Kravis Now, working paper, 1997

[17] Ce principe de gestion est évoqué par certains auteurs comme l'une des raisons expliquant que la Seconde guerre mondiale donna lieu à un nombre important d'avancées scientifiques de grande ampleur. Par exemple, la recherche opérationnelle, ancêtre des sciences de gestion et donc des techniques de management, a été inventée par les ingénieurs anglais et américains chargés de concevoir le matériel et les opérations du débarquement du 6 juin 1944.

fait d'anciens fonctionnaires des entrepreneurs, ce qui démontre, à leurs yeux, la mesure de la « bouffée d'oxygène » que les fonds de LBO apportent aux entreprises et à leurs dirigeants.

A bien y regarder, il n'est en effet pas illogique que des dirigeants de fonds d'investissement se félicitent d'être parvenus à inciter, presque mécaniquement comme on vient de le voir, les dirigeants de leurs cibles à adopter leurs propres grilles de lecture et d'appréciation de la marche des affaires. Non seulement les intérêts des uns et des autres sont « hyper alignés », mais ils le sont dans la direction dont sont familiers les actionnaires (le conflit d'agence est atténué à leur avantage). En effet, le directeur général d'une entreprise sous LBO qui présente ses résultats à son conseil d'administration le fait aussi, comme on vient de le détailler, en tant qu'actionnaire non anecdotique : c'est donc du raisonnement propre à cette catégorie d'acteurs que seront empreintes les discussions du conseil[18]. On peut donc considérer que le LBO crée naturellement une certaine connivence entre les différentes parties prenantes de la gestion des affaires. Ce n'est pas que leurs logiques locales disparaissent ou que les acteurs en jeu biaisent leurs réelles intentions : la convergence de vue est spontanée car les objectifs poursuivis sont identiques et la perspective d'une réussite est également attractive pour tous.

Dans les lignes qui précèdent, nous avons, par souci de simplification, choisi de considérer que les bénéficiaires des *management packages* étaient les dirigeants des entreprises cibles, sans donner davantage de précisions quant au nombre d'individus que cela recouvrait, ni aux fonctions exactes de direction qu'ils occupaient. Il importe, pour affiner le propos, d'apporter quelques éléments complémentaires sur ces points. En préambule, signalons que la dimension des programmes d'incitation est naturellement définie au cas par cas par les fonds d'investissement, et dépend notamment de la taille des cibles, de leur domaine d'activité, et du profil de leurs employés. Il semble cependant se dégager quelques principes invariants. Tout d'abord, il n'y a en général pas uniformité des conditions entre tous les bénéficiaires de l'intéressement dans une entreprise donnée : différents « cercles » sont définis, auxquels sont attachés des principes contractuels propres, et la répartition des bénéficiaires dans chacun des cercles est notamment fonction de leurs responsabilités dans l'entreprise. Entre les différents cercles, ensuite, les mécanismes sont d'autant plus incitatifs que l'action de leurs bénéficiaires est susceptible d'avoir un impact direct sur la marche des affaires et l'atteinte des objectifs définis par le *business plan*. Enfin, il est naturel que les conditions propres à chaque cercle soient conçues de façon à ce que les montants investis et le risque intrinsèque de l'investissement soient positivement corrélés avec le niveau du patrimoine personnel des souscripteurs.

Par-delà les considérations d'ordre technique, ces remarques sur les bénéficiaires des mécanismes d'intéressement ouvrent la voie à une discussion plus large sur la question de la participation des salariés d'une entreprise détenue par un fonds d'investissement au montage LBO. Il faut noter que l'avatar historique du LBO, en France, n'était autre que le RES ou rachat d'une entreprise par ses salariés : comme dans le cas célèbre de Sagem, il consistait en la prise de contrôle majoritaire d'une société par les salariés qu'elle employait devenus actionnaires, éventuellement avec l'aide d'investisseurs financiers. Cela dit, sans doute sous l'influence du modèle anglo-saxon du LBO, on observe que les transactions conclues ces dix dernières années en France ont délaissé ce modèle historique pour lui préférer une version

---

[18] Pour une description des différentes logiques qui peuvent présider à la direction d'une entreprise, on lira avec intérêt C. Riveline, Un point de vue d'ingénieur sur la gestion des organisations, Gérer et Comprendre, décembre 1991, qui insiste notamment sur l'opposition irréductible à ses yeux entre fabricants, commerçants et financiers.

allégée dans laquelle c'est souvent une fraction très minoritaire des salariés qui deviennent investisseurs, et dans des proportions là aussi très minoritaires (le fonds d'investissement tenant en général à détenir le contrôle de ses cibles). Quelques exceptions existent bien sûr[19], mais les pratiques habituelles les plus récentes ne semblent pas adaptées, notamment, aux salariés dont les revenus sont les plus modestes[20]. Plusieurs voix se sont élevées pour défendre l'idée d'une participation, mais sans risque, de l'ensemble des salariés à la réussite d'un LBO. Le Président Chirac, à l'occasion de la présentation des vœux des forces vives de la Nation le 4 janvier 2007, a ainsi suggéré que « lorsqu'un fonds d'investissement décide de revendre une entreprise, il faudrait lui imposer de reverser aux salariés une fraction significative de la plus-value réalisée, par exemple 20% ». Plus récemment, la directrice générale d'Axa Private Equity défendait la même idée, avec un pourcentage de redistribution ramené de 20% à 5%[21]. Il n'est naturellement pas dans notre intention de prendre parti dans ce débat qui s'ouvre, mais il est évident que les parties prenantes à un LBO ne sont pas les seuls associés des fonds d'investissement et dirigeants des cibles : à tout le moins les salariés des entreprises en question prennent aussi leur part dans la réussite des opérations. Il reste à trouver les techniques à mettre en œuvre pour prendre acte de cet état de fait tout en assurant la protection qui revient, presque de droit[22], à des investisseurs d'un profil un peu nouveau.

Cela dit, il faut noter que, déjà dans leur forme actuelle, les LBO ouvrent aux managers bénéficiaires des mécanismes d'intéressement des perspectives en matière de constitution de capital bien supérieures à ce qui a classiquement cours dans les secteurs d'activité concernés. Malgré les apparences, cette remarque n'est pas seulement anecdotique, et les résultats que l'on observe sur ce plan donnent quelques indices quant à l'effet qu'une généralisation de l'intéressement à tous les salariés des entreprises sous LBO pourrait avoir en matière de redistribution et donc d'image. Plusieurs de nos interlocuteurs, dirigeants de fonds d'investissement français et européens, nous ont ainsi fait part de plusieurs exemples de cadres intermédiaires de grands groupes industriels dont le patrimoine personnel est passé, par l'intermédiaire des LBO lancés sur les divisions dont ils avaient la charge, de quelques dizaines à plusieurs millions d'euros en l'espace de quelques mois ou années. Il va sans dire que même au sein de groupes connus pour leur gestion avantageuse des « hauts potentiels », pareille ascension des rémunérations est difficilement envisageable sur des constantes de temps aussi ramassées. Ces perspectives entretiendraient désormais l'attractivité des LBO : un « jeune cadre dynamique » au sein d'un groupe industriel ne manquerait pas de raisons pour ne plus s'appliquer comme par le passé à gravir patiemment les échelons de sa hiérarchie, mais plutôt espérer qu'il aura un jour la chance de participer à un LBO[23]. La pratique des LBO multiples renforce d'ailleurs cette attractivité : à mesure que les opérations s'enchaînent sur une entreprise donnée, pour peu que le management choisisse de ou puisse rester en place, la

---

[19] Par exemple, l'ensemble des salariés de la société Matéris sont intéressés, à des degrés certes divers, à la réussite du LBO.

[20] La combinaison des qualités de salarié et d'investisseur est en effet d'autant plus risquée que le niveau de rémunération et la qualification de l'intéressé sont bas.

[21] Vive le LBO pour tous les salariés !, Le Monde, 30/05/08

[22] Les dispositions réglementaires contraignantes qui encadrent l'appel public à l'épargne (en matière d'information notamment) sont un exemple illustratif des exigences qui s'imposent à qui propose au quidam de participer à un investissement par nature complexe.

[23] Pour être parfaitement équilibré, il faut faire remarquer que les groupes diversifiés offrent toutefois, en matière de gestion des ressources humaines, des perspectives d'évolution à moyen terme bien différentes de celles qui sont possibles dans le cadre d'un LBO. Le dirigeant d'une ancienne filiale d'un grand groupe français de la construction cédée sous LBO nous signalait qu'alors que par le passé, le « parcours d'intégration » typique des jeunes cadres à haut potentiel du groupe passait par sa division, la vente sous LBO le privait automatiquement de ces ressources motivées, compétitives, et de qualité.

part du capital qu'il détient va croissant. A terme, une voie de sortie possible d'un LBO est ainsi la prise de contrôle pure et simple de l'entreprise par le management (sans l'aide du fonds). Le cas s'est naturellement déjà présenté, et il incarne au sens propre la transformation totale des dirigeants en actionnaires. Même si l'on verra dans la dernière partie de ce document qu'une telle option de sortie n'est pas automatiquement vertueuse sur le plan économique, elle a le mérite d'exister et montre que la gratification que peut retirer un dirigeant d'un LBO est susceptible de dépasser la seule dimension pécuniaire.

S'ils parachèvent la mutation des cadres en investisseurs, ces cas de successions de LBO avec maintien du management en place invitent aussi à une réflexion sur la relative ambiguïté de la position qui est la leur lors de la négociation de ces opérations. Avant la transaction en effet, le manager est soit un salarié du groupe vendeur (pour un LBO primaire portant sur une division) soit un actionnaire lié au fonds d'investissement vendeur (dans le cas d'un LBO secondaire) ; après la transaction, il se retrouvera investisseur ayant partie liée avec le fonds acquéreur. On aboutit donc immédiatement à la conclusion qu'en pareille situation, il est mû à la fois par les intérêts du vendeur et de l'acquéreur – lesquels ne sont en général pas colinéaires lors d'une cession – et est donc de ce fait confronté à un conflit d'intérêts réel. Si sa caractérisation sur le plan théorique ne fait aucun doute, dans la pratique la portée de ce conflit d'intérêts peut être atténuée par des mécanismes d'incitation indexés à la fois sur la vente et l'achat conçus pour que l'arbitrage que réalisera alors, de son propre chef, le manager concerné le conduise naturellement à n'abuser d'aucun de ses deux statuts lors de la transaction[24].

En fait, le risque de conflit resterait théorique s'il ne concernait pas des personnes qui, en plus d'avoir par leur statut la double qualité de vendeur et d'acquéreur, prennent une part active à la négociation et contribuent souvent à en déterminer les termes et l'issue. C'est pourtant ce qui est susceptible de se passer : dans le cas de la cession d'une division « orpheline » d'un grand groupe, par exemple, il va de soi que les éléments factuels dont disposera le fonds d'investissement lors de la *due diligence* pour se forger un avis sur la cible auront été façonnés de près ou de loin par son dirigeant. Certes des structures *ad hoc*, pilotées le cas échéant par la direction financière du groupe, peuvent être mises en place pour encadrer la cession, mais on voit mal comment l'évaluation d'une filiale qui n'aura pas concentré l'attention de la direction générale – et qui est cédée pour cette raison – pourrait ne pas être considérablement influencée par les cadres opérationnels qui la dirigent. Ce qui est vrai de l'évaluation patrimoniale l'est encore plus de l'évaluation des perspectives : comme c'est le cas en régime permanent, le modèle d'affaires que le vendeur présentera au fonds aura été bâti à partir des hypothèses et en suivant le raisonnement de l'équipe de direction de la filiale concernée (car c'est, de fait, la principale source d'informations fiables sur la marche effective de la division)[25].

Il ne s'agit naturellement pas de jeter uniformément le doute sur les intentions poursuivies par les dirigeants vendeurs ou représentants des vendeurs lors des transactions LBO, mais il est logique que des risques se manifestent, et il appartient à ceux qui seraient susceptibles de les subir de se prémunir contre les effets dont ils pourraient avoir à pâtir. Il existe d'ailleurs plusieurs cas, relativement célèbres en France mais dont nous devons

---

[24] En plus de ces formes d'incitation, des mécanismes de contrôle et d'interdiction sont parfois mis en place. Mais, de l'avis même de certains de leurs concepteurs, ils ne sont pas toujours respectés…

[25] Les équipes du fonds d'investissement ne manqueront pas de garder par-devers elles des scénarios construits sur des hypothèses propres, souvent moins optimistes que celles des dirigeants.

évidemment taire les noms pour des raisons évidentes de discrétion, dans lesquels on peut considérer que la cession de divisions s'est réalisée à un prix manifestement sous-évalué, en partie en raison des perspectives conservatives que leurs managers avaient présentées. La meilleure preuve en est la revente, sous un horizon très bref et alors que les conditions intrinsèques de la marche des affaires n'avaient pas eu le temps d'évoluer notablement, à des valeurs d'entreprise nettement supérieures. A la suite de ces cas, certains grands groupes industriels, qui avaient entamé des négociations pour céder des filiales sous LBO, ont préféré y mettre un terme et conserver lesdites filiales dans leur giron. C'est sans doute l'instrument de défense le plus évident auquel le vendeur peut avoir recours quand il pense que les conditions de la vente sont désavantageuses pour lui...

Ces exemples, pour rares qu'ils soient, illustrent – si besoin en était encore, à ce stade du propos – la situation clairement privilégiée qui est celle des principaux dirigeants des entreprises ou filiales concernées lors de la négociation de transactions LBO[26]. Mais ne caricaturons pas ces lignes : il n'existe bien sûr aucune raison statistique pour que la proportion de pratiques contraires à la bonne intelligence des affaires soit supérieure dans le monde du LBO à ce qu'elle est partout ailleurs. Il n'en reste pas moins qu'une exploitation à la limite du convenable, par des dirigeants peu regardants, de la situation privilégiée qui est la leur lors de la transaction, peut (et a pu) conduire à l'enrichissement massif d'un petit nombre, sans que cela n'ait automatiquement de lien direct avec l'intérêt social des entités concernées.

Il nous semble d'autant plus pertinent d'évoquer cet aspect connexe des montages LBO qu'il sert souvent de point d'accroche à la presse pour rendre compte, sur un ton volontairement provocant, des dérives auxquelles certaines opérations maintenant célèbres ont donné lieu. Bien que le choix d'un tel biais soit naturellement compréhensible pour de pures raisons éditoriales, il ne semble pas inutile de revenir dans ces lignes sur deux exemples qui ont, chacun à leur niveau, « défrayé la chronique » :

- Le cas le plus emblématique est sans doute celui de la bataille que se sont livrée KKR et Shearson Lehman Hutton notamment pour prendre le contrôle, à la fin des années 1980, du géant américain de l'agro-alimentaire et du tabac RJR Nabisco (propriétaire, entre autres, des marques de cigarettes Camel, Kool et Lucky Strike, et de plusieurs marques de cookies aujourd'hui dans le giron du groupe Kraft, dont les Ritz Crackers que les lecteurs familiers des vols intérieurs américains auront peut-être déjà croisés). Les deux derniers fonds en lice se distinguaient notamment par la relation qu'ils entretenaient avec Ross F. Johnson, PDG du groupe : l'offre de Shearson Lehman Hutton prévoyait que ce dernier resterait à son poste et deviendrait investisseur au côté du fonds, tandis que l'offre adverse de KKR n'avait pas été montée avec sa collaboration. Alors que le processus de négociation entre les fonds potentiellement acquéreurs et le conseil d'administration de RJR Nabisco étaient en cours, une interview de Ross Johnson au magazine Time révélait que le mécanisme d'incitation qu'il avait négocié avec Shearson Lehman Hutton le faisait bénéficier d'un émolument étant susceptible d'atteindre 100 millions de dollars[27]. Même si les facteurs qui ont déterminé le choix final du conseil d'administration de RJR Nabisco sont nombreux, beaucoup s'accordent à considérer que l'émoi qu'a suscité cette révélation dans l'opinion publique américaine a eu un impact non nul sur plusieurs administrateurs. Soucieux de préserver l'intérêt des actionnaires du groupe, ils auraient alors estimé que vu les sommes promises à Ross Johnson,

---

[26] L'un d'eux nous a ainsi déclaré : « Jusqu'au jour où les termes du contrat ont été définitivement ficelés, j'étais un homme du groupe vendeur ; le lendemain, j'étais un homme du fonds acquéreur »...

[27] La photo de Ross Johnson figurait même en couverture du magazine, sous le titre « *A game of greed* ». Voir Time, 05/12/88.

Shearson Lehman Hutton disposait peut-être, par son intermédiaire, d'informations lui permettant de penser que le groupe recelait des plus-values latentes considérables. *In fine*, on peut estimer que cet article a eu un double effet : les enchères entre Shearson Lehman Hutton et KKR ont redoublé d'intensité, pour les raisons que l'on vient d'évoquer, et Ross Johnson s'est attiré la suspicion puis l'antipathie d'une majorité des membres d'un conseil qu'il avait pourtant contribué à installer. C'est donc avec KKR que la transaction a été conclue, pour un montant de 25 milliards de dollars, ce qui a constitué pendant longtemps un record absolu en matière de LBO[28].

- Plus près de chez nous, à la fois sur les plans géographique et historique, Le Figaro annonçait le 15 juin 2008[29] que l'actuelle équipe dirigeante de l'entreprise Converteam, ancienne filiale d'Alstom qui venait de changer de mains, allait à l'occasion de la clôture du premier LBO de la société, réaliser une plus-value de l'ordre de 500 millions d'euros. Même si plusieurs spécialistes font valoir que les performances de cette entreprise ont été exceptionnelles depuis qu'elle a quitté le giron d'Alstom, et que les montants en question seraient le fait d'une erreur dans la rédaction du *management package*, il n'en reste pas moins que de tels chiffres, s'agissant de rémunérations individuelles, attirent immanquablement, comme en 1988 aux Etats-Unis, l'œil de tout lecteur de la presse économique ou généraliste.

Dans ces deux cas, il importe de faire remarquer qu'au regard du droit, aucun acteur ne s'est livré à des manœuvres frauduleuses ou répréhensibles. Mais se cantonner à ce terrain dénoterait un aveuglement dérisoire sinon coupable. Il semble bien, en fait, que lorsque les pratiques typiques des fonds d'investissement en matière d'incitation des dirigeants des cibles apparaissent au grand jour, elles sont en tel décalage avec ce qui a habituellement cours dans les économies concernées qu'elles suscitent spontanément le doute chez les observateurs quant aux réelles motivations de ceux qui les mettent en œuvre ou en bénéficient et à leur compatibilité avec la conduite raisonnable de meneurs d'affaires qui, tout en ayant conscience de leur propre valeur ajoutée, veillent scrupuleusement à défendre l'intérêt social des structures qu'ils dirigent. La question est ensuite de déterminer dans quelle mesure de tels doutes sont effectivement fondés ; c'est le point que développe la partie suivante.

---

[28] Ce cas est remarquablement traité dans l'ouvrage à succès de B. Burrough et J. Helyar : Barbarians at the gate, Harper, 1990.

[29] Converteam repris par ses dirigeants, le fonds LBO France et Barclays, Le Figaro, 16/06/08

VII. Quand le LBO dérape

1. Une *cash machine* sans réels garde-fous

Nous avons volontairement, dans la section précédente, employé un ton factuel et descriptif pour rappeler les grandes lignes des *management packages* habituellement conclus sous LBO ; nous pensons avec plusieurs auteurs qu'ils en sont un élément essentiel de définition tant ils sont puissants à assurer mécaniquement la convergence des intérêts entre actionnaires et dirigeants sans laquelle l'investissement en *private equity* ne se distinguerait pas tant d'un investissement en actions classique. Cela dit, les exemples « populaires » que l'on vient de citer sont là pour rappeler qu'en matière de chiffres, les écarts par rapport à une norme établie sont souvent à l'origine de réactions davantage fondées sur la passion que la raison. Face au LBO, de telles attitudes sont-elles l'apanage de la seule foule hébétée ? Nous inclinons en fait à penser que les mêmes causes produisent, de façon relativement homogène, à peu près les mêmes effets. Le monde du *private equity* ne serait donc pas, à notre avis, épargné par de telles réactions passionnelles.

Certains dirigeants d'entreprises françaises actuellement sous LBO nous ont ainsi confié, sous couvert d'anonymat, qu'à leur avis l'emballement qu'a connu ce secteur d'activité durant les années 2006-2007 (comme le montrent les chiffres relatifs au nombre de transactions et d'entreprises concernées sur cette période présentés dans les premières pages de ce document) est en grande partie lié au sentiment qui est alors né chez beaucoup d'acteurs du secteur que le modèle du LBO s'apparentait finalement à un « torrent de pognon » (*sic*) sur lequel tout le monde essayait de se brancher pour récolter les fruits d'une activité lucrative à bien des égards et pour bien des professions. Du reste, il semble qu'aux Etats-Unis dans les années 1980, ce soient aussi des impressions de même nature qui aient été – indirectement peut-être – à l'origine de la diffusion du modèle inventé par KKR. L'un des responsables du premier fonds LBO mis sur pied par Morgan Stanley déclarait ainsi en 1985, s'agissant des rémunérations perçues par les associés de KKR : « *You don't sit there and watch fees of that magnitude for too long before you say 'Hey, I can do that'. [...] KKR's success and the fees associated with it were a key reason that many firms on Wall Street decided to go into the LBO business* »[30]. Que la qualification soit volontairement provocante, comme dans l'exemple français anonyme, ou moins ouvertement passionnelle comme aux Etats-Unis, il est donc raisonnable d'estimer – ce qui n'est d'ailleurs pas très surprenant – que l'un des déterminants de l'intensité de l'activité LBO soit, pour un nombre d'acteurs qui dépasse de loin les seuls associés des fonds d'investissement, la perspective d'un chiffre d'affaires nouveau et d'une certaine ampleur.

Cette approche percole-t-elle au niveau des autres bénéficiaires du mécanisme LBO que sont les dirigeants des cibles, et si oui sous quelle forme ? Un élément de réponse nous vient du même interlocuteur anonyme pour qui « sous LBO, les cadres savent clairement pourquoi ils sont là, c'est l'argent ! ». D'aucuns jugeraient sans doute que de telles considérations sont manifestement excessives, et on pourra leur accorder que s'appuyer sur un seul témoignage pour tirer des enseignements généraux n'est sans doute pas très satisfaisant sur le plan de la rigueur intellectuelle. Mais il serait tout aussi faux de penser que les réactions des uns et des autres sont toujours exemptes d'esprit de lucre. Un membre du comité exécutif

---

[30] Les propos sont de Thomas Saunders III, et rapportés par S. Bartlett dans The money machine : how KKR manufactured power and profits, Warner Books, 1991.

d'un grand groupe français, qui a participé à la cession de plusieurs filiales sous LBO, nous faisait ainsi remarquer que, par construction comme on l'a noté dans les pages qui précèdent, les conditions de rémunération des bénéficiaires directs des mécanismes d'incitation propres au LBO sont telles que « les dirigeants concernés – mes anciens subordonnés – ne parlent même plus de millions d'euros aujourd'hui comme ils parlaient de millions de francs avant 2002 ». De son côté, l'un de ces bénéficiaires (mais dont l'entreprise n'est pas issue du même groupe industriel) notait qu'après deux LBO successifs puis la vente récente de son entreprise à un groupe étranger, son équipe dirigeante avait sans doute vocation à quitter ses fonctions dans un avenir proche, les managers ayant participé aux LBO n'étant pas parvenus à convaincre leur nouvelle direction de leur accorder des mécanismes d'intéressement à la hauteur des schémas qui s'appliquaient à eux sous LBO... De là à défendre l'idée d'une mercenarisation des managers concernés, il n'y a qu'un pas que nous choisissons de ne pas franchir ; une telle dérive n'est toutefois pas invraisemblable.

Il est d'ailleurs instructif de noter que plusieurs intervenants « historiques » dans le monde du LBO, principalement donc aux Etats-Unis, ont eux-mêmes identifié très tôt, voire dénoncé, ce qu'ils considéraient déjà comme des risques sérieux d'excès réels. Jérôme Kohlberg, l'un des fondateurs de KKR et donc à ce titre l'un des inventeurs de ce mécanisme, considérait lui-même que les LBO étaient un moyen pour des cadres expérimentés d'avoir « le beurre et l'argent du beurre »[31]. Le propos souligne la même idée que celle que l'on vient de développer : les avantages qu'un LBO procure à un manager qui y réussit sont bien supérieurs à ce qu'il pourrait trouver partout ailleurs. L'idée fut aussi reprise par Felix Rohatyn, ancien associé de la banque d'affaires Lazard à New York et qui a, à ce titre, participé à de nombreuses opérations de LBO aux Etats-Unis (la moindre d'entre elles n'étant pas le rachat de RJR Nabisco par KKR, déjà évoqué dans ces lignes)[32], pour qui les années 1980 et la déferlante LBO qui les a caractérisées s'apparentaient presque à un « casino géant »[33]. On pourra arguer de ce qu'il s'agit là de témoignages peu nombreux et peut-être anciens, mais leur convergence et l'identité de leurs auteurs (dont le but est sans doute plutôt de dénoncer les dérives d'un système qu'ils ont contribué à créer que d'en donner une mauvaise image à des fins revendicatives) nous semblent inviter à considérer qu'ils dressent un constat vraisemblablement digne d'intérêt.

Il va sans dire, cela étant, que la comparaison de leur secteur d'activité avec un « casino géant » auquel, de surcroît, chacun gagnerait presque à tous les coups, n'est pas particulièrement flatteuse pour les praticiens du LBO. Plusieurs d'entre eux, en réaction aux versions préliminaires de ce texte qui mentionnaient ces images, ont souhaité avancer un certain nombre d'arguments de nature à corriger ce parallèle selon eux infondé. Soulignant en général que le rythme et les contraintes de leur activité la distinguent nettement, à leurs yeux, d'un jeu d'argent lucratif, ils développent leur contre-réponse suivant deux axes majeurs : la question de la performance des fonds de LBO, et celle de la prise de risque intrinsèquement associée aux investissements en *private equity*.

La performance des fonds de LBO, mesurée par les retours sur investissement qu'ils procurent, mérite en effet un développement particulier. Nous avons rappelé, dans les

---

[31] « *Kohlberg saw the LBO as 'the missing link', a way for ageing executives 'to have their cake and eat it, too'* », B. Burrough & J. Helyar, op. cit.

[32] Son nom est peut-être connu du lecteur pour la fonction d'ambassadeur des Etats-Unis en France qu'il a plus tard occupée, de 1997 à 2000.

[33] « *The Roaring Eighties were a new gilded age, where winning was celebrated at all costs. 'The casino society' Felix Rohatyn once dubbed it* », B. Burrough & J. Helyar, op. cit.

premières pages de ce document, les réformes de gestion que les fonds mettent typiquement en œuvre dans leurs cibles, la pratique d'un actionnariat actif, attentif et disponible, qu'ils y déploient, et les mécanismes qu'ils emploient pour s'assurer que les dirigeants de leurs entreprises en portefeuille sont logiquement incités à atteindre les objectifs qu'ils se sont fixés. La mise en avant de ces mesures est, en elle-même, une réponse à l'image de machine à sous généralisée qui colle parfois, comme on vient de le rappeler, au monde du LBO. En effet, ces mesures sont là pour rappeler que l'activité d'investisseur en LBO n'est pas une sinécure, et donc que les rémunérations dont on vient d'évoquer les proportions parfois surprenantes ne sont pas liées à des coups du sort conjoncturels, mais à un réel effort de conduite d'améliorations opérationnelles. Par voie de conséquence, l'obtention des meilleurs retours sur investissement apparaît alors comme un gage de qualité : les opérations les plus lucratives viendraient récompenser les fonds qui se sont montrés les plus avisés et les managers de cibles qui ont fait preuve du meilleur jugement opérationnel. Sur le terrain de la dialectique, il faut admettre que l'argument est parfaitement indiscutable ; dans quelle mesure est-il confirmé par les observations statistiques ?

C'est sur ce plan que le doute peut surgir. Plusieurs études académiques ont en effet été conduites sur la question de la performance des fonds de *private equity* par comparaison avec les conditions de marché. Même si la démarche scientifique varie souvent d'un auteur à l'autre, ces études cherchent à déterminer si, sur une période donnée, il aurait été pour le quidam investisseur plus avantageux de confier son épargne à un gérant de portefeuille d'actions ou à un fonds de LBO :

- S. Kaplan, de l'Université de Chicago, et A. Schoar, du MIT, ont analysé en 2005 les performances de 169 fonds levés entre 1980 et 2005[34]. Ils concluent que, sur cette période et pour cet échantillon, les TRI procurés par les fonds d'investissement ont été, si on les considère nets des commissions prélevées par les associés des fonds, très légèrement inférieurs à ceux qu'aurait apportés un investissement en actions assis sur l'indice S&P500 (la performance des fonds de LBO est égale à 0,97 fois celle de l'indice S&P500).
- L. Phalippou, de l'Université d'Amsterdam, et O. Gottschalg, de HEC Paris, ont conduit les mêmes types d'analyses en 2006 sur 852 fonds levés entre 1980 et 1993[35]. Après quelques corrections statistiques sur leur échantillon, ils concluent que les performances des fonds analysés sont inférieures – à nouveau considérées comme nettes des commissions versées aux associés des fonds – d'environ 3,8 points de pourcentage à celle de l'indice S&P500 sur des périodes comparables.
- Tout récemment, une étude conduite conjointement par le BCG et par des chercheurs de l'Université de Navarre[36] conclut que la performance des fonds de *private equity*, après correction du risque, est comparable à celle des marchés boursiers.

Même si ces trois études (et d'autres qui, traitant d'un autre thème, aboutissent chemin faisant à des conclusions similaires sur cette question) ne sont pas comparables terme à terme[37], on peut toutefois en retenir qu'elles démontrent toutes que les données ne permettent

---

[34] S. Kaplan & A. Schoar, Private Equity Performance : Returns, Persistence and Capital Flows, Journal of Finance, 2005

[35] L. Phalippou & O. Gottschalg, The Performance of Private Equity Funds, Review of Financial Studies, 2008

[36] H. Meerkatt et al., The Advantage of Persistence, 2008

[37] La question de la prise en compte du risque dans l'évaluation de la performance, par exemple, divise les auteurs : S. Kaplan se fonde sur l'illiquidité consubstantielle des investissements en *private equity* pour expliquer que le calcul d'une volatilité n'a pas vraiment de sens pour cette classe d'actifs, tandis que les auteurs de l'étude du BCG choisissent des hypothèses de travail simplifiées pour surmonter ce type de difficultés et tenter malgré tout de corriger les mesures brutes par le facteur risque.

pas de parler d'une surperformance des fonds de *private equity* sur les marchés cotés en termes de retour pour les investisseurs. Toutes s'accordent à considérer que les commissions perçues par les fonds constituent l'élément déterminant de cette conclusion somme toute surprenante : en résumé, si ces commissions n'existaient pas, alors les performances des fonds seraient, pour les investisseurs finaux, légèrement supérieurs à ceux de la Bourse, mais la prime ne serait, même dans ce cas hypothétique, que de quelques points de pourcentage. Comme toujours s'agissant d'analyses statistiques portant sur des données qui ne sont disponibles que si elles sont rendues publiques par ceux qui en disposent[38] , ces études sont indéniablement grevées d'un biais de sélection, que leurs auteurs eux-mêmes ne nient pas. Mais, à la différence peut-être de ce qui vaut pour d'autres études plus répandues qui portent notamment sur les effets des LBO en matière d'emploi salarié – lesquelles feront l'objet de développements dans la dernière section de ce document –, on voit mal quel argument pourraient tirer de ce biais de sélection les partisans d'une ligne plus optimiste pour le LBO : le processus de collecte des données étant déclaratif, la logique veut que ce soit bien sûr d'un biais positif qu'elles soient affectées. Autrement dit, étant donné qu'*a priori* les éléments relatifs à la performance des fonds les moins rémunérateurs sont ceux qui sont statistiquement les moins disponibles, les études se fondent en fait sur un échantillon qui donne une image plus avantageuse des retours sur investissement qu'ils ne le sont dans la réalité. On en conclut que s'il était possible de se pencher sur des données vraiment exhaustives, l'on aboutirait à des performances encore inférieures à celles, déjà limitées, qui sont mesurées par les études existantes.

Quoi qu'il en soit, il est donc raisonnable de considérer qu'en moyenne, les performances que procurent à leurs investisseurs les fonds de LBO – considérés dans leur ensemble – sont du même ordre, voire légèrement inférieurs à ceux que rapportent les marchés cotés. Cette conclusion s'inverse si l'on considère les retours sur investissement avant perception des diverses commissions qui reviennent traditionnellement aux associés des fonds d'investissement (et singulièrement le *carried interest* voisin de 20% de la plus-value). Par conséquent, non seulement l'idée que les sommes qui ont pu faire penser à un « casino géant » sont la rémunération de performances exceptionnelles est erronée en moyenne, mais surtout on constate qu'accaparant une fraction non nulle du retour global sur investissement, elles rendent celui-ci *in fine* inférieur à un placement en actions classique[39].

Le second élément avancé en réaction à la comparaison avec le « casino géant » est le risque intrinsèque pris par les différents investisseurs impliqués dans les montages LBO (managers, associés des fonds, et investisseurs « finaux »). En résumé, les sommes évoquées plus haut devraient pouvoir être considérées comme la juste rémunération d'investissements risqués, et ne devraient donc pas susciter les réactions enflammées auxquelles elles donnent parfois lieu. Comme pour la question de la performance des fonds d'investissement, cet argument paraît parfaitement raisonnable dans son esprit. L'analyse détaillée des situations pratiques invite pourtant à le nuancer et à accorder quelque crédit, sur ce point également, à la comparaison avec le monde du jeu et de l'argent facile.

---

[38] Il s'agit là d'une difficulté constante, sur le plan théorique, pour la recherche sur le secteur du *private equity*. C'est d'ailleurs le propre du domaine, comme le rappellent souvent les Anglo-Saxons par cette formule ramassée : *private is private* !

[39] Il faut toutefois rappeler qu'au regard de ce qui précède, cette conclusion – au demeurant surprenante – s'applique au secteur du *private equity* dans son ensemble, et non à sa seule composante LBO. Par ailleurs, les réussites « insolentes » dont la presse se fait l'écho ne concernent généralement que des fonds dont les performances sont parmi les meilleures…

S'agissant tout d'abord des investisseurs dits finaux (i.e. les investisseurs institutionnels qui confient la gestion de leurs placements aux équipes des fonds d'investissement), les développements des pages précédentes sur la performance des fonds ont été l'occasion de constater qu'il ne leur revenait pas, à proprement parler, de « prime de risque » en contrepartie de leurs placements illiquides. Si la classe d'actifs est effectivement plus risquée que bien d'autres, elle ne donne pas lieu, pour les investisseurs finaux, à perception d'une prime de risque en comparaison de placements moyens. C'est donc du côté des autres investisseurs des LBO, managers des cibles et associés des sociétés d'investissement, qu'il convient de rechercher les fondements de cet argument.

Pour ce qui concerne, tout d'abord, les managers des cibles, les détails que nous avons présentés plus haut sur le format que prennent habituellement les programmes d'incitation auxquels ils souscrivent donnent une idée du risque supporté par leurs bénéficiaires. Le rappel des conditions applicables aux situations les plus défavorables pour les dirigeants permet de le mesurer :

- Soit l'entreprise traverse de réelles difficultés, auquel cas il est clair qu'à la fois le volet capitalistique et le volet optionnel du *package* perdent l'essentiel de leur valeur. Dans ce cas, le manager sera bien en peine de récupérer même sa mise initiale. Toute la question est de savoir dans quelle mesure un scénario de ce type est susceptible de se réaliser. Plusieurs études américaines évaluent, à partir de l'analyse historique de plusieurs centaines d'opérations, le taux de faillite des entreprises sous LBO à environ 1% par an en moyenne sur des périodes longues, ce qui est généralement inférieur au taux de défaut que l'on observe chez les entreprises émettrices de dette obligataire classique[40]. Il convient donc de modérer la portée de ce risque réel de perte sèche par sa très faible probabilité d'occurrence.
- Le cas dimensionnant est donc celui dans lequel le manager se voit contraint au départ, en ayant au pire la qualité de *bad leaver*. Dans ce cas, comme nous l'avons rapidement évoqué en décrivant les conditions habituelles des *packages*, le fonds peut racheter les actions dans lesquelles le manager a investi, par exemple à la valeur initiale, mais ce dernier n'a en général pas d'obligation de s'en séparer (s'il les conserve, il garde sa pleine qualité d'investisseur). Le mécanisme optionnel, lui, peut être soit perdu, soit racheté à une valeur fixée à l'avance. On voit donc qu'y compris dans ce cas très défavorable pour le manager, non seulement il est loin de perdre l'intégralité de son investissement initial, mais en plus il peut continuer à bénéficier du développement de la société et d'une part de la plus-value finale.

Cette description, certes rapide mais suffisante à apprécier le risque qui pèse sur les managers car elle détaille les pires situations dans lesquelles ils peuvent se trouver, montre donc qu'il est plus exact, en moyenne, de parler de risque de manque à gagner que de risque de perte sèche s'agissant des investissements réalisés par les managers dans les cibles[41]. Par conséquent, nous devons considérer que ce n'est pas principalement la rémunération du risque pris qui détermine le niveau des plus-values réalisées par ces investisseurs. Ce qui aurait pu venir contrer l'image de « casino géant » pour les managers concernés peine à convaincre.

Dernière classe d'investisseurs, les fonds et leurs associés supportent-ils des risques de nature à venir contenir cette image caricaturale ? De même que les managers, ils investissent directement au capital d'entreprises et supportent, à ce titre, un risque réel de

---

[40] Voir par exemple S. Kaplan & P. Strömberg, op. cit., qui constatent un taux de faillite de 1,2% par an pour les entreprises américaines sous LBO entre 1970 et 2007, alors que ce taux est de 1,6% par an sur la période 1980-2002 pour les entreprises émettrices de dette obligataire.

[41] Cet enseignement n'est d'ailleurs pas très surprenant : il ne faut en effet pas sous-estimer le rôle inhibiteur qu'une prise de risque excessive pourrait jouer à l'égard des managers concernés, notamment sur leur gestion opérationnelle des affaires.

« casse ». Mais on a vu qu'il était statistiquement faible (de l'ordre de 1% par an), et donc qu'à lui seul il pouvait difficilement venir contrebalancer l'image qui nous occupe. Il est un autre élément qui vient d'ailleurs le contenir encore davantage : même si le *pro rata* des plus-values réalisées entre l'entrée et la sortie de leurs cibles constituent une très large majorité du chiffre d'affaires des sociétés d'investissement, il faut rappeler que ce dernier comporte également un certain nombre de commissions fixes, qui sont perçues quelle que soit la qualité des investissements réalisés. L'exemple du fonds américain KKR a été très souvent décrit dans la littérature américaine. S. Bartlett[42], par exemple, indique qu'il facture à ses cibles une commission annuelle de suivi, une commission à l'occasion de la sortie de l'investissement, et les jetons de présence de ses propres associés à leurs conseils d'administration (l'auteur précise d'ailleurs que le cumul de l'ensemble de ces commissions n'est pas répandu parmi les principaux fonds d'investissement)... De surcroît, ce n'est qu'à partir de 1996 que l'assiette sur laquelle sont calculés les 20% de *carried interest* perçus par KKR a été définie comme la somme algébrique des plus- et moins-values réalisées sur l'ensemble des investissements engagés pour un fonds donné[43]. Il a donc existé des circonstances dans lesquelles le risque effectivement pris par les associés des fonds d'investissement était plutôt contenu en pratique.

Cette analyse des risques réels pris, dans le cadre des investissements en *private equity*, par les investisseurs finaux – les *limited partners* –, les associés de fonds d'investissement – *general partners* – et les managers des cibles, montre qu'à bien des égards il est difficile d'adhérer à la thèse selon laquelle leur niveau particulièrement élevé est un élément essentiel de détermination des plus-values et/ou rémunérations qu'ils perçoivent à l'occasion de la clôture d'opérations. Même si la volonté d'atteindre une précision d'orfèvre sur ces questions imposerait sans doute d'y consacrer des développements bien plus fournis que ces quelques grands principes, il n'en reste pas moins que les points essentiels de ces questions sont à notre avis ceux que l'on vient d'évoquer. A bien des égards, ils montrent qu'il n'est pas possible d'écarter complètement la possibilité pour un fonds qui utiliserait habilement des conditions conjoncturelles particulièrement avantageuses de bénéficier de situations s'apparentant momentanément à de l'enrichissement sans cause. Il ne s'agit pas, bien sûr, de tenir dans ces lignes un propos qui s'apparenterait à un jugement de valeur voire à un jugement moral – tant cela serait contraire à la modeste ambition didactique de ce document – mais de souligner que les éléments avancés en réponse à la caractérisation de « casino géant » reposent souvent sur des bases bien fragiles.

Il faut d'ailleurs noter que plusieurs membres fondateurs de la communauté du *private equity* ont très tôt pointé du doigt les dangers que pouvaient faire courir à la profession, ne serait-ce que sur le plan de l'image, de telles conditions de rémunération aux niveaux pas toujours justifiés par le degré de risque effectivement pris. Une fois, en effet, que les opérations ont atteint une certaine taille, la valeur absolue de ces montants – même s'ils correspondaient toujours au même pourcentage de rémunération – a pu faire naître, y compris chez les praticiens « historiques » du LBO, l'impression que le secteur s'engageait sur la pente glissante d'un argent « trop facile ». C'est l'angle qu'a choisi Jérôme Kohlberg pour le dernier discours qu'il a prononcé en mars 1987 devant les investisseurs de KKR, juste avant d'annoncer son départ de cette société d'investissement qu'il avait contribué à fonder. L'esprit de son propos est méticuleusement retranscrit par S. Bartlett, que nous avons choisi de citer *in*

---

[42] Op. cit.

[43] Voir sur ce point l'ouvrage très pédagogique et documenté de G. Baker & G. Smith, The New Financial Capitalists : Kohlberg Kravis Roberts and the Creation of Corporate Value, Cambridge University Press, 1998.

extenso compte tenu de la portée historique que nous voyons à ces propos[44] :

"Twenty-two years ago," he told the group, "I had a small dream – that companies could be bought, and investments made, in undervalued businesses where we, as financiers, would put our money, time and effort right alongside management. We would do everything in our power to ensure that our investments and theirs turned out well. We would both risk a great deal – capital and reputation."

What held these financial principles together and created KKR's success, he said, were the precepts of integrity and ethics. "I chose to mention this today because all around us there is a breakdown of these values – in business and government. It is not merely the difference between insider trading and legitimate arbitrage... It is not just refusing a suitcase of cash, it is not just the overweening, overpowering greed that pervades our business life. It is the fact that we are not willing to sacrifice for the ethics and values we profess. For an ethic is not an ethic, and a value not a value, without some sacrifice to it. Something given up, something not taken, something not gained. We do it in exchange for a greater food, for something worth more than just money and power and position. The great paradox of this philosophy is that in the end it brings one greater gain than any other philosophy. We all must insist on the resurgence of these values. Because if we do not, the great luck, hard work, intelligence, and decency that we have all brought to these successful investments will wither and decay. We must all insist on ethical behavior or we will kill the golden goose."

Si on laisse de côté les considérations d'ordre moral dans lesquelles nous ne souhaitons pas entrer, l'on comprend bien le fondement de cette argumentation : la perspective de revenus assurés par la réalisation même d'opérations, qu'elles se révèlent *in fine* de bons investissements ou non, conduit logiquement à un biais potentiel. Cette dérive consiste à « faire des opérations pour en faire » (ce qui est sans doute l'un des éléments qui expliquent l'apparition de périodes d'euphorie dans ce secteur d'activité) puis, inévitablement, à faire porter plus de risques aux investisseurs finaux et à accaparer une partie notable de leur plus-value. C'est clairement cette dérive qui est à l'origine de la propagation de l'image de « casino géant », et il faut reconnaître que les données statistiques relatives à la performance des fonds d'investissement en *private equity* – que l'on a détaillées plus haut – sont compatibles avec ses conséquences pratiques : comme dans l'exemple simplifié que l'on a déroulé dans les premières pages de ce document pour illustrer le mécanisme du LBO, les premiers bénéficiaires de ces montages sont ceux qui les font vivre (managers et fonds d'investissement). Nous pensons qu'il serait abusif de balayer ces éléments d'un revers de la main : l'image « d'argent facile » que la presse associe souvent à la profession repose sur des éléments raisonnables et effectivement observés, même s'il faut se garder de toute caricature excessive.

Concluons cette section consacrée à la discussion sur l'image du « casino géant » en faisant remarquer que, en particulier dans un pays comme la France, elle a d'autant plus interpellé l'opinion publique qu'elle concernait des mécanismes sur l'existence même desquels les choix de l'Etat en matière de réglementation fiscale peuvent avoir un impact considérable.

Rappelons, à titre liminaire, que la différence essentielle entre un financement par le capital et un financement par la dette tient à ce que seul le second donne lieu, pour l'entreprise qu'il concerne, à des charges comptables venant en déduction de son résultat imposable, et

---

[44] Op. cit. L'ouvrage a bénéficié de la collaboration de J. Kohlberg.

donc de son impôt sur les sociétés (le versement de dividendes n'entre pas, bien sûr, dans le calcul de l'impôt). De façon tout à fait schématique, le financement par le capital est donc soumis à double imposition : au titre de l'I.S. dans la société ainsi financée, et dans la personne physique ou morale des actionnaires, respectivement au titre du revenu ou de l'I.S.[45]. Comme nous l'avons rapidement signalé dans les premières pages de ce document, le montage LBO permet de contourner ce principe canonique de double imposition. L'article 223A du Code Général des Impôts permet en effet, dans le cas d'une holding contrôlant une cible à plus de 95%, de constituer entre ces deux sociétés un groupe fiscal qui sera redevable de l'I.S. dû par l'ensemble holding-cible ainsi formé. L'avantage dans le cas du LBO est évident : par ce moyen (et c'est d'ailleurs le seul moyen), les charges d'intérêt liées à la dette d'acquisition de la cible viennent en déduction de son résultat imposable. Le mode de financement est donc optimisé sur le plan fiscal :

- l'existence du groupe permet de maximiser l'utilisation de l'avantage fiscal du financement par la dette ;
- l'absence de versement de dividendes par la holding d'acquisition à ses actionnaires pendant l'opération évite les inconvénients de la double imposition.

Une fois rappelé ce principe d'intégration fiscale (commun, dans ses grandes lignes, aux principaux marchés mondiaux du LBO), il convient de s'interroger sur l'effet que l'existence de telles dispositions peut avoir sur les opérations de *private equity*. S'agit-il d'un détail dans la réalisation des opérations, ou au contraire d'un élément essentiel de détermination de leur rentabilité finale ? Il se dégage un consensus parmi les chercheurs académiques du domaine pour estimer que l'évaluation de l'impact des dispositions fiscales sur la profitabilité des LBO est un exercice fort peu commode, tant il impose de tenir compte d'un nombre élevé d'effets interdépendants les uns des autres. En raison de ces difficultés, S. Kaplan se contente ainsi de conclure que la déductibilité des intérêts d'emprunt peut expliquer entre 4% et 40% de la « valeur » créée entre l'entrée et la sortie d'un LBO[46], ce qui est un éventail particulièrement large. Sa borne supérieure laisse toutefois penser que cet effet fiscal peut bien jouer un rôle non négligeable dans la vie des opérations ; la conclusion n'est d'ailleurs pas très surprenante : personne ne s'attendrait à ce que le volet fiscal des montages ne soit pas, lui aussi, optimisé, et il est clair que, toutes choses égales par ailleurs, la rentabilité d'un investissement donné en LBO serait inférieure dans un monde où le principe du groupe fiscal n'existerait pas.

Ce sont des éléments comme ceux-là qui viennent nourrir l'argumentation de ceux qui voient dans le LBO une « machine à sous » entretenue par la réglementation fiscale[47], idée qu'il faut bien reconnaître raisonnable et habilement provocatrice dans sa présentation. Un élément qui aurait pu venir borner cet avantage fiscal aurait été de fixer une limite au montant des charges financières déductibles. Le C.G.I. a institué depuis peu le principe d'une telle limitation (article 212), mais il est parfaitement inopérant dans la pratique puisque

---

[45] Nous remercions par avance le lecteur de considérer cette phrase introductive comme l'énoncé d'un principe schématique général. Il conviendrait naturellement de la préciser au cas par cas ; par exemple, l'article 145 du Code Général des Impôts dispose que seule une quote-part de 5% des dividendes remontés d'une filiale vers une société mère qui la détient à plus de 5% est soumise à l'I.S.

[46] S. Kaplan, Management Buyouts : Evidence on Taxes as a Source of Value, The Journal of Finance, July 1989

[47] Si, comme on vient de le voir, l'effet positif de la fiscalité sur la rentabilité d'un LBO donné ne fait pas de doute, il n'en va pas exactement de même de l'impact global des LBO sur les recettes fiscales d'un pays donné. Plusieurs études (dont celle de M. Jensen et S. Kaplan : Effects of LBOs on Tax Revenues of the U.S. Treasury, Tax Notes, 1989) concluent plutôt à un effet positif sur les recettes fiscales, compte tenu notamment de la taxation des plus-values de cession. Cela dit, il s'agit bien de deux questions différentes.

l'endettement d'une société en groupe contracté vis-à-vis d'un tiers hors du groupe (ce qui est toujours le cas s'agissant de dette bancaire) n'entre pas dans le calcul du ratio d'endettement ni de la couverture d'intérêts sur lesquels le texte fixe des bornes supérieures[48]. Faut-il, compte tenu de tout ce qui précède, considérer que la France est un « paradis fiscal pour LBO », comme le déclarent certains, y compris parmi les défenseurs du système ? Une récente étude qui a évalué l'ensemble des dispositions fiscales et réglementaires relatives aux LBO dans les principaux pays de l'Union Européenne conclut ainsi que la France y a la deuxième réglementation fiscale la plus favorable aux LBO, juste derrière l'Irlande, mais devant le Royaume-Uni et loin devant l'Allemagne[49]. A tout le moins, on peut donc conclure qu'il n'est pas convenable d'estimer que la question fiscale est un point qui ne mérite pas que l'on s'y attarde.

Ajoutons enfin que la discussion sur les aspects fiscaux des LBO ne porte pas seulement sur le régime applicable aux sociétés concernées, mais aussi sur celui dont relèvent les plus-values réalisées par les managers des cibles et les associés des fonds d'investissement. Sur ces points aussi, les problématiques d'optimisation fiscale sont d'une pertinence toute particulière. Pour se ramener au débat sur la « machine à sous », toute la question est de savoir si les dispositions fiscales peuvent, sur le plan de l'imposition des personnes, venir canaliser le « torrent d'argent » dont nous avons déjà détaillé la dimension caricaturale. Rien n'est moins sûr compte tenu de l'incertitude qui peut peser sur la qualification véritable des plus-values réalisées par les personnes physiques dans le cadre de LBO. Considérant que le risque réel supporté par les managers de certaines cibles ne permettait pas d'apparenter leurs prises de participation à des investissements (c'est d'ailleurs tout le sens de nos développements précédents sur le sujet), l'administration fiscale a, dans certains cas, estimé qu'il s'agissait en fait de revenus, et qu'elles ne pouvaient relever de l'imposition – plus avantageuse – relative aux plus-values mobilières. En revanche, le *carried interest* des associés des fonds d'investissement entre, lui avec certitude, dans le champ d'application de cette fiscalité des plus-values mobilières[50]. En résumé, sans porter de jugement de valeur sur l'opportunité de ces dispositions, il ne nous est donc pas possible de conclure que la réglementation fiscale française peut jouer un rôle de modérateur des excès du LBO que résume l'image de « machine à sous ».

On touche là au cœur des questions qui brouillent l'acceptabilité du mécanisme LBO par le corps social des entreprises concernées : l'image de *cash machine* pour ceux qui en bénéficient n'est pas trompeuse, de surcroît le montage est rendu avantageux par des dispositions fiscales, et la réglementation ne joue pas vraiment de rôle modérateur des profits qu'en tirent les managers et associés de fonds. Il faut ajouter à ces considérations qu'à la faveur de certains exemples restés célèbres, a pu naître l'impression que les avantages substantiels tirés de ces opérations par un petit nombre étaient parfois obtenus au détriment de la bonne santé, à long terme, des entreprises cibles. L'idée véhiculée par les tenants de cette thèse est que l'enrichissement massif de quelques acteurs peut être accompagné de (voire permis par) la fragilisation des entreprises dans lesquelles ils opèrent. C'est le point sur lequel nous nous penchons dans la section suivante.

---

[48] Remarquons toutefois que la déductibilité des intérêts d'emprunt ne concerne pas les seuls LBO, même si c'est avant tout dans le cas de ces montages qu'elle est un élément essentiel de l'optimisation fiscale.

[49] A.-K. Achleitner et al., European private equity cases : introduction, The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008

[50] Voir en ce sens Régime fiscal des parts ou actions de « carried interest », Bulletin Officiel des Impôts, 28/03/02.

2. Entreprises fragilisées

Le principe même du LBO, d'après la définition qui nous en a été donnée par un professionnel du secteur, est d'assurer le meilleur rendement annuel à ses investisseurs, les entreprises qu'il achète et revend jouant pour lui le rôle de « consommations intermédiaires » pour employer une analogie industrielle : une entreprise pour un fonds est comme une plaque d'acier pour un fabricant de voitures, il faut la transformer en en tirant le maximum de valeur.

Ce principe simple implique une ligne directrice d'une évidence totale : les clés du succès sont d'acheter à bas prix avec un fort endettement, et de revendre cher après une période d'embellie économique. C'est la configuration que l'on a pu observer jusqu'à l'été 2007...

Mais lorsque la conjoncture économique se dégrade, ou que les conditions de financement se durcissent, en bref dès que l'on s'éloigne du *business plan*, l'histoire se complique quelque peu. Le problème rencontré peut se situer aux deux niveaux du groupe :

- soit au niveau de la holding, si la structure financière est trop tendue par rapport à une situation opérationnelle standard ;
- soit au niveau opérationnel, si des problèmes sont rencontrés ou si la réalité est beaucoup moins florissante que le cas le plus pessimiste du *business plan*.

En effet, si une entreprise sous LBO est *a priori* une entreprise comme les autres, il n'en reste pas moins que l'optimisation décrite précédemment l'a conduite à se débarrasser de ses réserves, qui auraient pu lui permettre d'affronter avec plus de sérénité le retournement de conjoncture. Les chocs exogènes ont donc une conséquence quasi immédiate sur la marche pratique de l'entreprise.

Mais la véritable différence se situe au niveau de la holding, où la dette d'acquisition exige le paiement des intérêts et le remboursement du principal. Dès que la situation opérationnelle dévie trop rapidement, les *covenants* bancaires régissant les prêts accordés ne sont plus respectés, et l'entreprise se retrouve en situation de *default* vis-à-vis de ses banquiers, qui peuvent exiger immédiatement le remboursement de la dette... C'est précisément le moment ou l'effet de levier se transforme en effet massue !

L'histoire fournit quelques indices quant aux conséquences possibles : une étude universitaire menée aux Etats-Unis sur l'ensemble des LBO réalisés dans la dernière partie des années 1980 a montré que 30% de ces opérations avaient connu une situation de *default* sur leur dette après 1989, c'est-à-dire qu'elles avaient violé une ou plusieurs des conditions encadrant leur contrat de prêt.[51] Certes, l'ampleur de ces violations est extrêmement variable, et peut aller du simple dépassement d'un ratio financier jusqu'à la faillite pure et simple ; mais cette statistique démontre malgré tout la situation financière extrêmement dégradée des entreprises sous LBO dans ce contexte. La conclusion de la crise économique qui semble s'installer aujourd'hui sera-t-elle la même ?

Plusieurs éléments peuvent effectivement inciter à la prudence. Une récente étude de Standard & Poor's menée sur un échantillon de 40 LBO européens indique ainsi que plus de la moitié des entreprises de l'échantillon sont aujourd'hui en retard sur leur *business plan*[52]. Ces résultats sont cependant à nuancer : en effet, les *business plans* communiqués par les entreprises aux agences de notations financières telles que Standard & Poor's sont des cas

---

[51] G. Andrade & S. Kaplan, How costly is financial (not economic) distress ?, Journal of Finance, 1998

[52] Cf. Standard & Poors, European Private Equity Deals Display Wide Disparity In Performance; More Than Half Lag EBITDA Forecasts, 12 février 2008.

médians, calibrés pour une situation économique normale. Les fonds et les banques disposent de *business plans* plus pessimistes, qu'ils utilisent pour vérifier la robustesse de leur montage : toutes les opérations mises en cause dans cette étude ne risquent donc pas de violer immédiatement leurs contrats de prêt.

Malgré tout, les effets du ralentissement économique amorcé depuis la fin de 2007 risquent d'être beaucoup plus mesurés que lors de la grande crise des LBO des années 90. Plusieurs éléments sont en effet bien plus favorables qu'à l'époque :

- D'une part, les prêts souscrits durant les deux dernières années sont souvent remboursables *in fine* en totalité, et n'exigent donc pas de paiement autre que les intérêts sur la durée de vie du prêt. Ils procurent ainsi plus de liberté aux entreprises dans une période où le cash est une ressource rare.
- D'autre part, les ratios de couverture des frais financiers (notamment l'EBITDA divisé par les frais financiers) constatés en moyenne durant les deux dernières années sont largement supérieurs à ceux mesurés lors de la première crise[53]. Cependant, des données européennes montrent que ces ratios ont également eu tendance à se dégrader de manière significative jusqu'à la fin de l'année 2007, même s'ils sont restés à des niveaux moins préoccupants qu'auparavant.[54]
- Enfin, les prêts conclus durant les dernières années comportaient de moins en moins de clauses restrictives (les *covenants*) qui permettent d'exiger un remboursement anticipé, certains prêts étant même dits *covenant lite*, c'est-à-dire allégés en clauses restrictives... Ainsi, les entreprises pourraient disposer de plus de temps avant d'être bloquées par leurs banques, et pourraient donc profiter de cette période pour redresser leurs comptes. Notons cependant que, paradoxalement, ces entreprises pourraient être celles dont la chute sera la plus violente, puisqu'elles pourraient s'enfoncer dans une situation financière vraiment irrémédiable avant que leurs partenaires financiers aient le droit d'intervenir.

Au vu de ces éléments, il n'en reste pas moins que les conséquences de cette crise devraient se faire sentir de façon beaucoup plus graduelle qu'en 1989.

3. Quand ça se gâte...

Il est cependant instructif de détailler les évènements par lesquels passe une société sous LBO qui rencontre l'échec. Précisons tout d'abord qu'il est extrêmement difficile de trouver de tels exemples : tout d'abord, pour la simple raison que les affaires se sont bien portées ces dernières années, et qu'en général les fonds choisissent des entreprises en bonne santé. Mais si l'on entend si peu parler d'échec dans le domaine des LBO, c'est également parce que c'est, en quelque sorte, la « loi du milieu » : « personne n'a intérêt à ce que cela se sache », nous a lui-même confié un dirigeant.

En effet, un fonds de LBO qui a connu l'échec lors d'un de ses investissements se décrédibilise auprès de ses principaux partenaires, les banques. Il perd également de l'attractivité vis-à-vis de ses clients que sont les investisseurs : il a donc tout à y perdre. De même, les banquiers qui ont financé une opération hasardeuse qui s'est mal terminée préfèrent passer ce genre de mésaventures sous silence : il est peu glorieux pour un financier d'avouer ce genre de pertes. Les conséquences s'en retrouveront donc cachées dans des lignes de dépréciation d'actifs des comptes trimestriels ; qui ont d'ailleurs été particulièrement fournies dans la catégorie LBO depuis le début de l'année 2008.

---

[53] S. Guo et al., Do Buyouts (Still) Create Value ?, Swedish Institute for Financial Research Conference on The Economics of the Private Equity Market, 2008

[54] Europe LBO loan standards loosen despite crisis – S&P, Reuters, 3 juin 2008

Encadré :
Plondan-Laile, histoire d'une *failure story*

Cet exemple est l'histoire réelle d'une société dont nous avons modifié le nom et les caractéristiques afin de respecter la confidentialité souhaitée par nos interlocuteurs.

Plondan-Laile est une ancienne PME fondée par Robert Plondan et Joseph Laile en 1932 à Roubaix. Spécialisée dans les caoutchoucs de spécialité, elle possède aujourd'hui un site industriel à risque (dit SEVESO) dans le Nord de la France. Après plusieurs décennies d'une histoire tranquille, un fonds anglais dénommé Special Capital Trust (SCT) rachète l'entreprise sous LBO. Petite entreprise industrielle, Plondan-Laile est alors peu valorisée, et se voit rachetée pour un montant de 10 M€.

Durant plusieurs années, l'entreprise vit son premier LBO sous la direction de son nouvel actionnaire. Les choses se passent très bien, le marché du caoutchouc technologique est en pleine croissance, et le fonds SCT organise la vente de sa participation dans Plondan-Laile à l'issue de 3 ans de LBO : il arrive alors à revendre cette véritable pépite pour 100 M€, soit 10x son prix d'achat, c'est le véritable jackpot...

Plondan-Laile est alors reprise par un nouveau fonds de LBO anglais ; Robert, Bates and Smith aussi appelé RB&S. Pour réunir les 100 M€ nécessaires à cette acquisition, RB&S met sur la table 30 M€ de capitaux propres, et lève 70 M€ de dette senior et de dette mezzanine auprès de la Spüntz Bank, banque allemande nouvellement présente sur le marché du LBO en France. Nous sommes alors à l'automne 2001.

Une série de malheureuses coïncidences va alors malmener le déroulement de l'opération : c'est l'explosion de l'usine AZF de Toulouse qui initie la catastrophe. Cet évènement rend tous les investisseurs très méfiants vis-à-vis des sites industriels SEVESO. En conséquence, tous les banquiers auxquels la Spüntz Bank comptait s'adresser pour syndiquer la dette refusent la syndication, et la banque est donc condamnée à conserver l'intégralité de la dette senior et de la mezzanine, ce qui représente un très lourd engagement pour elle.

L'opération est ainsi mise en place. Mais malheureusement, le *business plan* est immédiatement revu à la baisse : en effet, quelques mois à peine après le LBO, Plondan-Laile perd un de ses clients principaux ; et pour parachever le tableau, elle voit comme tous les industriels électrointensifs le cours de l'électricité s'envoler avec désespoir... A l'issue de mois de discussions entre les équipes de RB&S et le dirigeant de Plondan-Laile, ces derniers décident alors de s'en séparer afin de trouver le manager qui saura les sortir de cette situation inextricable.

Après plusieurs mois sous la direction d'un manager de transition, un nouveau directeur général prend les rênes de la société et s'attelle à la restructuration de la dette : il faut d'urgence rééchelonner les échéances de paiement. Ce n'est qu'à l'issue de deux ans de négociations que ce processus peut enfin aboutir : la Spüntz Bank accepte de décaler les remboursements de la dette de Plondan-Laile et de les diminuer. Immédiatement après avoir conclu cet accord, les banquiers de Spüntz décident de tirer un trait sur cette affaire en cédant la dette de Plondan-Laile à une autre banque, la Banque Ofa. Compte tenu du caractère très hasardeux de cette dette, Spüntz est obligé de vendre sa créance à 30% de sa valeur faciale : les 70 M€ sont donc cédés pour 21 M€.

Malheureusement, la situation continue à se dégrader pour Plondan-Laile. Deux ans plus tard, l'équipe de RB&S décide donc d'abandonner son investissement, et annonce en même temps qu'elle se retire du marché français du LBO. La banque Ofa devient donc

l'actionnaire majoritaire, en convertissant ses titres de dette en capital.

Mais deux ans après ce nouveau changement de propriétaire, la situation est toujours préoccupante, et la banque Ofa a donc fini par décider de vendre pour 1 € symbolique ses titres de propriété aux managers de Plondan-Laile...

Quelles sont les caractéristiques de ce que, par opposition, on pourrait appeler une *failure story* ? L'entreprise y a perdu beaucoup de temps, d'énergie, et d'argent : toutes les négociations avec les banques et les fonds ont pris plusieurs années, et ont nécessité l'intervention d'experts (comptables, avocats, etc.) qui ont tous été rémunérés par Plondan-Laile. Et durant toutes ces années, le temps consacré par le directeur général à la gestion de la crise financière n'a évidemment pas été consacré à la gestion opérationnelle de son entreprise, qui aurait pourtant du être sa priorité !

L'analyse relativement descriptive que nous avons présentée jusqu'à présent des mécanismes de LBO, et les conclusions qui en découlent convergent, au moins partiellement, avec celles présentées par divers acteurs du marché des LBO dans la presse depuis la fin de 2007 :

En 2005 et en 2006, à la faveur de taux d'intérêt faibles, d'entreprises aux bonnes perspectives et donc d'une dette abondante (car les garanties se prenaient sans hésitation et les banques, moutonnières par nature, sont rémunérées à la commission donc au volume de fonds prêtés), les opérations tournaient à plein régime : les *deals* succédaient aux *deals* dans une sorte d'âge d'or du LBO, et, selon l'expression d'un manager de fonds américain, « *anyone could raise a fund* ».

Mais depuis l'été 2007, cette période euphorique a subi un coup d'arrêt brutal, d'abord en raison d'un contexte de financement soudainement bouleversé. Cet arrêt brutal a logiquement amené les investisseurs à réaliser que certaines entreprises payées très cher par des fonds ne pourront probablement pas faire face aux exigences posées par leur structure financière : soudainement, les « cadavres dans les placards » étaient devenus plus gênants... Les banques qui avaient prêté à ces entreprises peuvent donc légitimement penser qu'en raison des conditions de liquidités extrêmement sévères (liées tout d'abord à la crise des *subprime*), il serait avisé de ne pas privilégier les prêts de type LBO le temps que la tempête se calme. Malgré des capitaux toujours abondants, les banquiers tétanisés par la peur bloquent ainsi les nouvelles opérations.

C'est cette analyse, d'ailleurs logique, qui a conduit aux gros titres constatés dans la presse économique et grand public : « LBO, la fête est finie », etc. Mais une fois passée l'accroche journalistique, se contenter de ce jugement définitif et assez péremptoire serait peu satisfaisant. L'objet de la partie suivante est donc de tenter de déterminer les enseignements à tirer de ce retour de balancier.

VIII. Du bon usage des LBO

L'une des conclusions logiques, voire triviale, des chapitres précédents de ce document, tient au caractère cyclique du marché des LBO : on assiste en effet depuis l'apparition même du mécanisme, à une succession de cycles.

Le succès de certaines opérations attire naturellement les investisseurs et les banques vers le secteur du LBO. La demande d'investissement étant de plus en plus forte, les prix d'acquisition augmentent et les rendements finissent par se tasser, malgré des structures financières de plus en plus audacieuses. Les investisseurs et les banques se détournent alors du produit, alors que les entreprises concernées connaissent des turbulences en raison de la conjonction d'une dette excessivement lourde et d'une conjoncture moins optimiste que prévue. Dès que les prix ont ensuite rebaissé, le cycle peut alors recommencer à nouveau.

S'il est clair que les *drivers* de l'activité sont les demandes d'investissement et de prêt, et que l'aspect cyclique du *private equity* est connu depuis longtemps, tous les acteurs du LBO ne sont pas pour autant logés à la même enseigne. Une étude récente du BCG[55] a en effet mis en évidence une caractéristique capitale propre au marché du LBO : en étudiant dans le temps les performances de différentes équipes de gestion, on observe que la performance ne varie pas avec le temps. Autrement dit, les meilleures équipes restent systématiquement les meilleures, et les mauvaises restent constamment médiocres. Ce phénomène est réellement spécifique au LBO, car des études similaires menées sur des gestionnaires de portefeuilles d'actions, par exemple, montre exactement le résultat opposé.

Il semble donc qu'il existe un profil de gestion qui assure, dans le temps, une surperformance durable à certaines équipes. Nous tenterons donc, dans cette partie, de dégager les caractéristiques qui permettent de caractériser le bon usage du LBO.

1. Type d'actionnariat

A la lumière des entretiens que nous avons pu mener, et des cas que nous avons analysés, deux idéaux-types d'investisseurs semblent se différencier[56] :

- Une première catégorie se préoccupe principalement de réaliser un grand nombre d'opérations chaque année. En tablant principalement sur l'effet de levier au niveau de la HoldCo et en période d'euphorie, même si l'on ne change rien à la marche de l'entreprise, on fait une plus-value (par le jeu de l'offre et de la demande rappelé plus haut). Pour reprendre une formule évoquée à propos de cette catégorie de fonds par un gestionnaire de fonds lui-même, « *a rising tide lifts all boats* ». La création de valeur a donc essentiellement été financière et exogène, ou bien due à des succès inespérés dans quelques entreprises d'un portefeuille par ailleurs assez large, qui viennent compenser la performance moyenne ou médiocre du reste des participations. Les fonds dont c'est le métier sont ainsi plus des *traders* d'entreprises, que de véritables actionnaires actifs.
- Une deuxième catégorie d'investisseurs cible de manière précise quelques entreprises judicieusement choisies pour leur potentiel d'amélioration, et leur robustesse face au contexte économique général. Dans ce cas, la création de valeur sera plutôt endogène, résultat de travaux poussés menés dans différents domaines par les dirigeants de l'entreprise sous la

[55] H. Meerkatt et al, op.cit.

[56] Il est utile de préciser que la principale raison d'être de cette classification simplifiée est de fournir une grille d'analyse schématique des comportements des investisseurs, et non pas de résumer la palette de leurs profils en un diptyque par nature réducteur.

houlette de l'équipe de gestion du fonds. La création de valeur financière, et exogène (hausse du marché) vient alors se rajouter à cela en période favorable, comme un *bonus* pour travail bien fait. Naturellement, les acteurs qui se rapprochent plus de cette deuxième catégorie sortiront *a priori* plus favorablement de la tempête que ceux de la première.

2. Place accordée aux managers

Il est un autre élément essentiel qui vient différencier les deux idéaux-types d'investisseurs dont nous venons de tracer les contours : la relation que chacun d'eux entretient avec les dirigeants des cibles. S'il est clair que les ingrédients structurants des LBO en la matière, que l'on a rappelés dans la première partie de ce document, sont bien sûr mis en œuvre par l'ensemble des acteurs, il n'en reste pas moins qu'à l'observation on distingue nettement deux pratiques de la relation actionnaires/managers aux caractéristiques propres.

D'un côté, il n'est pas surprenant qu'un investisseur à la fibre plutôt financière (par expérience, par pratique, etc.) ait spontanément moins tendance qu'un autre à porter une attention particulière à la gestion opérationnelle de ses cibles. Le profil imaginaire de notre première catégorie d'investisseurs relève clairement de ces caractéristiques : leur expertise réside avant tout dans un choix méticuleux de leurs cibles, un fin calibrage des périodes d'entrée et de sortie de leurs investissements en fonction des conditions de marché, et l'optimisation de la structure de financement de leurs acquisitions[57]. Dans certains cas très favorables, il semble bien qu'une telle stratégie ait suffi aux investisseurs pour obtenir de bons retours (c'est notamment vrai lorsque les multiples d'acquisition s'apprécient d'eux-mêmes sur le marché). Mais la tendance haussière de l'évaluation des multiples dont elle a bénéficié ne doit pas cacher qu'avec cette approche *hands off*, ce ne sont pas les équipes des fonds qui ont la haute main sur le suivi des affaires des cibles. Le contrôle de la performance opérationnelle des entreprises en portefeuille est, par construction dans ce type de situations, de la compétence exclusive des équipes dirigeantes des cibles. Elles jouent donc en fait un rôle absolument incontournable dans la réalisation des attentes des fonds face à leurs investissements, rôle qui est d'autant plus apparent que les conditions sur le marché de l'évaluation se tendent. Les fonds proches du premier profil de notre classification simplifiée sont ainsi très dépendants du management de leurs cibles.

A l'inverse, les acteurs proches de notre second profil idéal-typique ont eux, notamment par expérience, acquis une connaissance plus fine et plus opérationnelle des métiers dans lesquels ils investissent. Il est donc logique qu'avec le temps ils soient moins dépendants que les premiers des équipes de direction de leurs cibles pour ce qui est de la réalisation de leurs objectifs. Ce second type de positionnement est naturellement susceptible d'avoir une conséquence très visible en pratique : il est moins nécessaire, pour des fonds proches de ce profil, de mettre en œuvre des mécanismes manifestement dimensionnés pour inciter fortement le management en place à demeurer dans les cibles et à y atteindre les objectifs attendus. Ces relations *hands over* voire *hands in* sont moins susceptibles que d'autres de donner lieu aux excès – sur lesquels nous sommes déjà revenus dans ce document – que l'on observe parfois en matière de gratification des managers des cibles. Poussée à l'extrême, cette logique peut même conduire à un type de relations entre actionnaires et managers parfaitement orthogonal à celui décrit au paragraphe précédent : non seulement les équipes des fonds sont plus indépendantes du management en place dans les cibles, mais

[57] Il s'agit en quelque sorte de la version « primitive » du LBO, qu'Américains et Anglais résument souvent par la phrase : *buy low, sell high, and add the right level of debt.*

surtout leur rôle consiste aussi à s'assurer que les fonctions de direction sont bien occupées par les profils qui y sont les mieux adaptés. Plusieurs dirigeants de fonds déclarent ainsi non seulement ne pas se sentir liés avec les managers en place dans leurs cibles au moment du rachat, mais surtout disent concevoir leur rôle presque comme celui d'un chasseur de têtes. Ils n'hésitent donc pas, lorsqu'ils l'estiment nécessaire, à se séparer de certains des dirigeants de leurs cibles, y compris en cours d'investissement.

Plusieurs études académiques montrent d'ailleurs que de telles pratiques ne sont en fait pas du tout marginales. Des chercheurs de la London Business School[58] qui ont étudié les LBO réalisés au Royaume-Uni entre 1996 et 2004 ont ainsi compté qu'environ un tiers des présidents ou directeurs généraux des cibles y ont été remplacés dans les cent jours qui ont suivi l'entrée des fonds au capital. Au total, sur l'ensemble des opérations, ce sont deux tiers des managers qui ont été remplacés à un moment ou à un autre de la vie des LBO. Le « taux de survie » des directeurs financiers des cibles est, lui, encore plus faible. L'étude conclut d'ailleurs que cette capacité à remplacer les équipes dirigeantes est l'un des éléments explicatifs de la réussite des fonds d'investissement qui obtiennent les meilleurs retours. Dans la droite ligne de ces conclusions, le cabinet McKinsey considère qu'une bonne pratique du *private equity* consiste, pour un fonds d'investissement, à se séparer le plus vite possible d'un dirigeant d'entreprise sous LBO lorsque son remplacement est jugé nécessaire[59]. Il découle de ce qui précède que plus l'équipe du fonds est proche du profil « financier » de notre classification simplifiée, moins elle est encline (car elle n'est ni dimensionnée ni outillée pour cela) à remplacer les dirigeants de ses cibles. Certains observateurs estiment qu'en France la forte proportion des opérations de petite taille dont les instigateurs sont souvent les dirigeants des cibles eux-mêmes rend ces conclusions peu applicables. Nous pensons plutôt que la présence de nombreux opérateurs historiques du LBO, américains et anglais, sur le marché français des opérations de moyenne et grande tailles conduira à la diffusion à moyen terme de ce type de pratiques qui ont fait leurs preuves dans d'autres pays pour des raisons somme toute logiques.

Pourtant, force est de constater que de telles statistiques relatives au remplacement des dirigeants des entreprises sous LBO sont un signal en relatif décalage avec le concept d'« hyper-alignement » des intérêts entre actionnaires et managers que l'on a déjà détaillé *supra*, et dont on a compris qu'il était une partie intégrante du squelette des LBO. En effet, l'on pourrait penser pour faire simple que si le LBO était si efficace à aplanir les conflits d'agence entre les investisseurs et les équipes de direction, alors il ne serait pas nécessaire aux premiers de se séparer des deux tiers des secondes pendant la durée de leur présence au capital de leurs cibles. C'est sans doute d'une interprétation moins tranchée mais moins caricaturale qu'il est plus raisonnable de se contenter. L'on aurait pu penser que, comme pendant aux investisseurs en *private equity*, il aurait été souhaitable voire nécessaire qu'émerge une nouvelle classe de managers, spécialistes du LBO et experts dans la mise en œuvre de cet hyper-alignement. Ces statistiques montrent que cela n'est pas compatible avec le modèle économique des fonds d'investissement : l'existence d'une telle classe de managers ne servirait pas leurs intérêts sur le moyen terme. Maintenir une asymétrie entre équipes des fonds et équipes des cibles dans la maîtrise des rouages du LBO joue évidemment à l'avantage des premières.

---

[58] V. Acharya et al., Corporate Governance and Value Creation : Evidence from Private Equity, working paper, 2008

[59] J. Heel & C. Kehoe, Why some private equity firms do better than others, The McKinsey Quarterly, 2005

En pratique, on observe ainsi que les plus gros fonds d'investissement s'attachent désormais à constituer des équipes de consultants internes composées essentiellement d'anciens responsables de haut niveau d'entreprises ou institutions qui œuvrent dans les secteurs économiques dans lesquels ils investissent. C'est par exemple le cas de KKR qui dispose, avec Capstone, de spécialistes opérationnels à même d'aider le fonds à asseoir sa maîtrise des domaines d'activité de ses cibles, qui peuvent assister le management des entreprises du portefeuille sur des sujets identifiés comme nécessitant un effort de « création de valeur » particulier, voire qui sont susceptibles de prendre le contrôle transitoire des cibles lorsqu'un besoin de renouvellement du management se fait sentir et qu'une période de transition est nécessaire. Le choix de disposer de telles équipes opérationnelles en interne est clairement, pour un fonds, le signe d'une plus grande proximité avec le second profil d'investisseurs, plus industriel, de notre classification simplifiée. Il dénote la volonté du fonds qui en fait le choix de disposer des compétences nécessaires pour « challenger » le plus finement les équipes dirigeantes des entreprises en portefeuille, notamment dans le but de pouvoir pratiquer un actionnariat actif sur le plan opérationnel, qui soit le moins dépendant possible du management en place.

3. La raison d'être des LBO

Ces développements sur les relations que nos deux profils simplifiés d'investisseurs entretiennent avec les dirigeants de leurs cibles, et singulièrement sur les cas assez fréquents, au Royaume-Uni notamment, de leur remplacement en cours de LBO, invitent à entrer plus avant dans la discussion sur une question qui occupe une place centrale dans la perception de l'opinion publique à l'égard des LBO, celle de leur impact social. Comme nous allons le voir, on peut raisonnablement considérer qu'elle a jusqu'à présent donné lieu à des maladresses de communication de la part des instances de représentation de la profession, alors même qu'elle invite en fait, lorsqu'elle est traitée froidement et sans trop de parti pris idéologique, à une lecture nouvelle du véritable rôle économique des LBO. Pour mettre en perspective les débats actuels sur ce thème, nous avons choisi de débuter cette section par un rapide retour historique sur ce que nous pensons être quelques moments clés de la réflexion – ou de la dialectique – traditionnelle sur ce thème.

On peut ainsi considérer que les débats sur le thème de l'impact économique et social des LBO sont nés aux Etats-Unis à la fin des années 1980, période qui a marqué le sommet de la première grande vague des opérations de LBO comme on l'a déjà indiqué. C'est en effet à cette période que, pour la première fois, les LBO ont concerné des entreprises de très grande taille dont l'opinion publique américaine était familière, compte tenu des secteurs d'activité dans lesquels elles évoluaient. Ce fut le cas en 1986 lorsque KKR racheta Safeway, qui était alors la plus grande chaîne de supermarchés au monde, puis bien sûr fin 1988 avec RJR Nabisco, le géant agro-alimentaire propriétaire de nombre de marques célèbres que l'on a déjà cité. De surcroît, dans certaines de ces entreprises populaires comme ce fut le cas chez Safeway, les restructurations qui suivirent le rachat furent perçues comme brutales, y compris selon des critères d'appréciation américains[60]. Et le phénomène donnait l'impression d'une puissance irrésistible ; comme le soulignent G. Baker et G. Smith[61], seuls quatre groupes

---

[60] Le célèbre article de S. Faludi, The Reckoning : Safeway LBO Yields Vast Profits but Exacts A Heavy Human Toll, paru dans le Wall Street Journal le 16/05/90, décrit avec le style propre au journalisme américain d'investigation quelques-unes des histoires personnelles douloureuses auxquelles le rachat de Safeway par KKR a donné naissance.

[61] Op. cit.

américains avaient encore, en 1990, une valeur d'entreprise supérieure à celle de KKR : il s'agissait de General Motors, Ford, Exxon et IBM, qui employaient chacun des dizaines de milliers d'employés à travers les Etats-Unis, alors que les associés de KKR n'ont jamais été plus d'une trentaine... A tout le moins, on peut donc dire que non seulement ce qu'il est convenu de désigner par l'expression canonique *Corporate America*, mais aussi le quidam américain, ont alors pris conscience de la puissance potentielle du phénomène LBO. Par ailleurs, dans une Amérique qui avait déjà connu les assauts des *raiders*, la montée en puissance du LBO faisait renaître les craintes relatives au « pillage » et au « dépeçage » d'entreprises tombant dans l'escarcelle d'investisseurs à visée majoritairement financière.

KKR n'est pas resté inactif face aux inquiétudes que suscitaient ces bouleversements rapides et massifs du capitalisme américain[62]. En 1989, le fonds a ainsi missionné le cabinet Deloitte aux fins de conduire une étude sur les entreprises de son portefeuille dont l'objet était de répondre aux questions qui alimentaient les soupçons de l'opinion publique, à savoir : les LBO détruisent-ils de l'emploi ? les dépenses de R&D baissent-elles sous LBO ? les entreprises sont-elles « pillées » ? l'impact fiscal des opérations est-il néfaste pour le Trésor américain ? L'étude de Deloitte conclut qu'en réalité les dix-sept entreprises qui formaient alors le portefeuille de KKR s'étaient considérablement développées depuis la prise de contrôle par le fonds. Le nombre total des salariés employés par les cibles était passé de 276.000 avant le rachat à 313.000 trois années après l'entrée au capital, les dépenses de R&D avaient crû de 15%, celles destinées au renouvellement des équipements de 14% en moyenne, et l'effet fiscal était globalement positif pour l'Etat. Autrement dit, contrairement à ce qu'avançait une certaine presse, les entreprises dirigées par KKR avaient à tous points de vue tiré un net profit de l'arrivée du fonds d'investissement à leur capital. Cette étude fut largement utilisée et diffusée par KKR pour répondre aux accusations lancées à son encontre, y compris par des responsables politiques dont les circonscriptions hébergeaient des établissements dont l'activité avait été réduite depuis le passage des groupes dont ils dépendaient sous un LBO conduit par KKR. Les protestations furent ainsi tuées dans l'œuf et, malgré la tenue de plusieurs commissions parlementaires sur le sujet, aucune modification législative ne fut décidée qui aurait pu venir contenir la vague du LBO pour cause supposée d'effet néfaste sur l'économie et les salariés américains.

En Europe, les observateurs s'accordent à considérer que c'est à partir de 2005 que les fonds de *private equity* sont apparus avec insistance dans le paysage médiatique et que l'opinion publique a donc découvert, une quinzaine d'années après son homologue américaine, une nouvelle catégorie d'acteurs du monde des affaires dont les pratiques tranchaient avec ce qui avait cours auparavant. En avril 2005 en effet, Franz Müntefering, qui était alors le patron du SPD allemand, compara les fonds d'investissement, à l'occasion d'un discours depuis resté célèbre, à un « vol de criquets venant s'abattre sur les cultures allemandes ». On y retrouve bien l'idée du « pillage » d'actifs, déjà mentionnée plus haut dans le cas historique des Etats-Unis, laquelle est d'autant moins compatible avec la pratique allemande des affaires que le modèle du capitalisme rhénan suppose généralement un contrôle maîtrisé et partagé des actifs industriels considérés comme stratégiques. A en juger par la fréquence de l'utilisation ultérieure de cette image de « criquets » dans les cercles professionnels comme dans la presse grand public pour désigner ou caricaturer l'action des fonds de *private equity*, l'on est fondé à considérer que la comparaison a véritablement lancé le débat, en Europe, sur les effets potentiels des LBO sur l'économie.

---

[62] Le paragraphe qui suit est fortement inspiré de S. Bartlett, op. cit.

Si l'on en vient maintenant au cas particulier de la France, il convient de constater que c'est *grosso modo* depuis que cette image a été lancée que l'AFIC missionne chaque année un cabinet d'audit pour conduire une étude sur le thème de « l'impact économique et social des LBO en France »[63]. Les éléments qui font l'objet d'une analyse dans le cadre de ces études sont notamment l'évolution du chiffre d'affaires des entreprises sous LBO, de leur profitabilité, de leurs effectifs, de leurs dépenses de R&D, et les résultats sont généralement comparés à l'évolution des mêmes grandeurs au sein des groupes cotés dont les domaines d'activité sont comparables aux entreprises étudiées. La méthode retenue consiste à construire un échantillon représentatif de l'empreinte sectorielle des LBO à partir des réponses que les entreprises qui figurent au portefeuille d'un fonds membre de l'AFIC fournissent au questionnaire annuel qui leur est adressé par l'association professionnelle. Au total, on constate qu'aux mêmes questions que celles posées par Deloitte en 1989 aux entreprises contrôlées par KKR, l'étude annuelle de l'AFIC apporte, en substance, des réponses de même nature. Sur tous les aspects étudiés (dépenses de R&D, emploi, croissance du chiffre d'affaires), les performances des entreprises acquises par les fonds de *private equity* sont meilleures que celles obtenues par leurs homologues du secteur coté.

Nous ne nous lancerons pas, dans le cadre de ce document, dans une analyse critique de la méthode retenue pour la conduite de ces études ou de l'orientation choisie pour la présentation de leurs résultats, points sur lesquels une discussion théorique pourrait cependant parfaitement se justifier. Contentons-nous de souligner, après avoir rappelé les circonstances dans lesquelles la première étude d'un cabinet d'audit a été lancée sur la question de l'impact économique et social du LBO, et les résultats auxquels elle a abouti, que la succession des analyses conduites par l'AFIC confirme à tout le moins le dicton populaire selon lequel les mêmes causes produisent les mêmes effets. Sur la question spécifique de l'impact social, on constate bien que c'est lorsqu'elle est accusée par l'opinion publique et/ou par des responsables politiques ou syndicaux de détruire des emplois que la profession s'attache à démontrer le contraire. La réaction est bien naturelle, mais chacun pourra convenir que le parallélisme des formes et des outils, sur le plan historique, est particulièrement frappant.

Le rôle dialectique joué par ces études dans le débat sur l'impact social des LBO rappelle le cas historique un peu oublié, mais largement commenté par le passé, des études économiques en matière de transports urbains. Dans les années 1970 en effet, un groupe de travail mis sur pied par le Service Régional de l'Equipement de la Région Parisienne et l'Ecole des Mines de Paris avait réuni diverses directions ministérielles, entreprises de transport et services d'études pour réfléchir sur la place de ces études dans le processus de décision. Leurs travaux avaient notamment abouti à la conclusion que « les études en matière d'économie des transports urbains devraient être explicitement reconnues comme des *moyens de plaidoyers au service de thèses antagonistes*, et non plus comme des moyens de recherche d'une vérité qui s'imposerait à tous »[64]. Il semble bien que, *mutatis mutandis*, les études économiques traitant de l'effet social des LBO relèvent de la même logique. Souligner cette caractéristique ne retire d'ailleurs rien à leur pertinence ou leur sérieux ; mais, comme le notent les participants au groupe de travail des années 1970 sur les transports urbains, « pour contredire une proposition présentée comme une vérité générale, il suffit d'un seul contre-exemple non invraisemblable ». Il s'agit exactement des termes du débat actuel sur le rôle social des LBO : d'un côté les études des associations professionnelles montrant leur effet positif, de l'autre des cas excipés par des organisations syndicales fournissant des exemples

---

[63] Pour être parfaitement exacts, signalons que la première étude publiée par l'AFIC sous ce titre date de 2004.

[64] GRETU, Les études et les négociations, Publication Ecole des Mines de Paris, 1975

de « casse sociale ». Tous les ingrédients sont donc réunis pour que cette bataille argumentaire perdure, sans qu'il soit possible de disqualifier au plan scientifique l'une des deux positions pour s'accorder sur une vérité incontestable.

Pourtant, plusieurs chercheurs académiques[65], se fondant sur les données disponibles au Royaume-Uni et aux Etats-Unis en matière de création d'emplois et de niveaux de salaires, ont montré que ces dernières ne confirment ni la position de la profession – à savoir que les LBO créent davantage d'emplois que leurs homologues qui ne se trouvent pas sous ce régime actionnarial – ni celle des organisations syndicales les accusant d'être à l'origine d'une destruction massive d'emplois. La dernière étude en date[66] a été réalisée par des chercheurs de Harvard et de l'université de Chicago avec la collaboration de l'équivalent américain de l'INSEE, et a porté sur l'ensemble des transactions LBO qui ont eu lieu aux USA entre 1980 à 2005. Publiée à l'occasion du forum économique de Davos de début 2008, elle est considérée à ce jour, de l'avis des nombreux chercheurs qui nous l'ont confirmé, comme l'étude économique la plus complète qui existe sur l'impact économique des LBO : l'analyse porte sur la totalité des sociétés américaines acquises en LBO sur une période de 25 ans, soit près de 4.500 sociétés exploitant environ 300.000 établissements. Ses conclusions sont pour le moins contrastées :

- Elle montre que, dans les établissements appartenant à des sociétés rachetées par un fonds, l'emploi croît moins vite (d'environ 10%), pendant le LBO, que dans des établissements comparables ne dépendant pas de sociétés contrôlées par des fonds de *private equity*.
- Mais, dans le même temps, à l'échelle des sociétés rachetées sous LBO, on observe plus de créations de nouveaux emplois et de rachats d'entreprises que dans des sociétés équivalentes qui ne sont pas sous LBO.

La conclusion de cette étude est donc selon nous plus conforme au sens commun : elle montre en résumé que le rachat d'une entreprise par un fonds de *private equity* y joue le rôle de catalyseur d'un mécanisme de destruction créatrice d'emplois. D'un côté, le LBO accélère la fermeture ou la vente des établissements ou usines jugés les moins performants (i.e. où la productivité est la plus faible, par exemple) ; de l'autre, il favorise l'acquisition d'établissements à meilleure productivité et la création d'emplois à plus haute valeur ajoutée.

Deux remarques s'imposent quant aux résultats de cette étude. Tout d'abord, même si les auteurs ne disposent pas d'éléments parlants sur ce point – les données disponibles étant agrégées –, il est très probable que les emplois supprimés et les emplois créés mis en évidence ne soient pas substituables : le LBO serait l'occasion d'une montée en gamme, laquelle ne se réalise bien sûr pas à l'avantage des salariés les moins qualifiés. Ensuite, au plan quantitatif, la question essentielle est de savoir si les emplois créés sont plus ou moins nombreux que ceux qui sont supprimés. Les données dont disposent les auteurs de l'étude ne leur permettent pas d'y répondre sur l'ensemble des 4.500 sociétés de leur analyse, mais seulement sur un sous-ensemble de sociétés représentant 55% de la totalité des transactions. Raisonnant sur ce sous-ensemble, les auteurs concluent que l'impact sur l'emploi est négatif, à la fois dans les

---

[65] Voir par exemple :

- S. Kaplan, The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value, Journal of Financial Economics, 1989 ;
- K. Amess & M. Wright, The Wage and Employment Effects of Leveraged Buyouts in the UK, working paper, 2006 ;
- F. Lichtenberg & D. Siegel, The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firm behavior, Journal of Financial Economics, 1990.

[66] S. Davis et al., Private equity and employment, The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008

établissements qui faisaient partie des groupes concernés par le LBO au moment où la transaction a été réalisée et dans les nouveaux établissements acquis ou créés par les groupes au cours du LBO. Ils indiquent en complément que l'impact négatif est plus « substantiel » dans le premier groupe d'établissements considérés que dans le second.

Cette étude est la fois frappante et éclairante à bien des égards. Il faut avant tout souligner qu'elle est en contradiction frontale avec l'ensemble des conclusions auxquelles les études commandées par l'AFIC ont abouti depuis 2004 sur la question de l'impact social des LBO. Certes les cas à partir desquels les résultats de l'AFIC ont été obtenus sont français et non américains, mais il est tout de même très surprenant que le même type d'opérations, réalisées en partie par les mêmes acteurs, conduisent à des situations à ce point contraires des deux côtés de l'Atlantique. Par ailleurs, force est de constater qu'à l'inverse de la publication des études annuelles de l'AFIC, la présentation des résultats de S. Davis et al. devant le forum de Davos n'a pas été accueillie, en France, par l'écho médiatique auquel on aurait pu s'attendre s'agissant d'un thème qui retient autant l'attention des décideurs publics. Nous pensons pour notre part que le débat sur la dimension sociale des LBO ne peut qu'être enrichi par la mise en perspective des divers arguments ; c'est la raison pour laquelle nous avons choisi de rendre compte, en français, des résultats de cette étude dans les lignes qui précèdent et de confronter ses enseignements avec la vision professionnelle de nombre de nos interlocuteurs sur le sujet. Nous avons ainsi constaté que l'idée d'une accélération provoquée par le LBO de la destruction créatrice d'emplois était accueillie très naturellement aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, dont il convient de rappeler qu'il s'agit des deux premiers marchés mondiaux du *private equity*. En France, en revanche, elle semble susciter davantage de circonspection chez les praticiens du secteur, lesquels ne manquent en général pas de souligner que cette étude a été publiée en même temps qu'une autre montrant que le LBO favorise les dépenses de R&D[67]. Certains d'entre eux, cela dit, s'avouent en accord avec ses conclusions, qui ne les surprennent pas ; ils conçoivent leur rôle comme celui d'un actionnaire actif qui a vocation à rendre ses cibles plus fortes, ce qui – à leurs yeux non plus – ne passe pas nécessairement par des créations nettes d'emplois.

L'on pourrait donc conseiller aux instances françaises de représentation de la profession de reconsidérer les fondements sur lesquels ont été conçus leur politique de communication et les efforts qu'ils entreprennent pour diffuser la culture du LBO auprès des prescripteurs économiques du pays. Les développements qui précèdent montrent en effet que le choix d'une promotion axée en grande partie sur les effets positifs des opérations sur le plan social repose sur des éléments de fait contestables et peut donc s'avérer risqué à moyen terme. Au contraire, comme les résultats de l'étude de S. Davis et al. mais aussi l'ensemble des développements de cette dernière section le suggèrent, les professionnels du LBO pourraient avantageusement se concentrer à développer des argumentaires sur les deux axes suivants :

- les LBO sont un facteur de dynamisation du capitalisme français et de renouvellement de ses capitalistes ;
- ils contribuent au renforcement et à la croissance des PME du pays.

Dès les années 1980 aux Etats-Unis, les LBO ont ainsi été présentés comme un outil de dynamisation de la vie des affaires qui passait par une certaine démocratisation du capitalisme américain. L'argument se fondait notamment sur le fait que les principaux

---

[67] J. Lerner et al., Private equity and long-run investment : the case of innovation, The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008.

investisseurs dans les fonds de *private equity* étaient – et sont toujours – les gérants des fonds de pension publics : en résumé, les LBO permettaient aux enseignants du Texas, aux policiers de Californie et aux fonctionnaires de l'Etat d'Oregon de devenir propriétaires de conglomérats américains au même titre que les Vanderbilt, Rockefeller ou autres géants du capitalisme des Etats-Unis. En France, bien qu'en l'absence de fonds de pension identiques il soit impossible de transposer directement ce type d'observations, il n'en reste pas moins que, comme nous l'avons précisé plus haut, les LBO ont permis l'émergence d'une nouvelle classe de capitalistes, les managers investisseurs principalement, qui en l'absence de ces opérations n'auraient pas accédé aussi rapidement au statut d'actionnaire significatif – parfois majoritaire – des entreprises qui les emploient. Il s'agit là d'un jugement de fait qui nous paraît incontournable.

Ensuite, si les LBO permettent à de nouveaux acteurs de prendre le contrôle de leurs entreprises, c'est bien sûr en remplacement d'une autre classe d'actionnaires plus traditionnels. Dans le cas des PME françaises, même si l'on manque d'éléments pour quantifier la proportion de ces cas de figure, c'est notamment à un renouvellement des structures familiales de leur actionnariat que le LBO ouvre la voie. Cela peut donc apporter une réponse très concrète aux enjeux posés à un nombre croissant de PME du pays dont les fondateurs et principaux actionnaires arrivent, soixante ans après le baby-boom, à l'aube de leur retrait des affaires. Le LBO (éventuellement sous sa variante MBO) offre en effet une porte de sortie toute trouvée à un propriétaire de PME qui souhaiterait passer la main. Plus généralement, il faut aussi noter que l'actionnariat familial et l'actionnariat actif pratiqué par les fonds de *private equity* se distinguent sur un aspect essentiel de leur stratégie : la prise de risques. Si l'une des préoccupations principales d'un actionnaire familial est de préserver les intérêts à moyen terme de la famille, tout porte à penser que le fonds de LBO ne partage pas ce même degré de prudence mais misera plus spontanément sur des opportunités de développement et de croissance. La mise en évidence du mécanisme de destruction créatrice, sur le cas particulier des emplois, est une illustration de ce dynamisme capitalistique qui caractérise les fonds de *private equity*. Là encore, l'argument mériterait d'être confirmé par des études de terrain, mais à grosses mailles il est logique de considérer que le « réveil des belles endormies » dont les fonds se targuent parfois d'être à l'origine s'agissant de la gestion de leurs cibles, pourrait tout à fait s'appliquer à leur action agrégée à l'échelle du capitalisme français.

Dans ces conditions, on peut s'interroger sur les raisons qui maintiennent ces arguments dans l'ombre au lieu d'en faire les éléments principaux de la politique de communication des responsables de la profession. La principale explication, à nos yeux, tient à ce que la fonction de renouvellement du capitalisme et de remplacement des structures traditionnelles d'actionnariat a, par nature, une dimension éminemment éphémère. Or il nous semble que les fonds de *private equity* ne sont pas enclins à prendre acte de ce que le LBO est, pour une entreprise donnée, un mécanisme transitoire. Nous voyons trois raisons à cette réticence : tout d'abord, accepter cette dimension transitoire conduirait à reconnaître quelque crédit à ceux qui dénoncent le court-termisme des financiers ; ensuite, cela pourrait – au moyen d'un raccourci de raisonnement qui ne manquerait sans doute pas d'être opéré – susciter le doute quant à la pérennité même de la profession. Enfin, et surtout, cela suggérerait que les LBO multiples sont plutôt le fait d'équipes proche du premier profil de notre classification simplifiée, i.e. celui d'investisseurs à tropisme majoritairement financier. En effet, si le propre du « vrai » LBO est d'être un phénomène transitoire dans une entreprise, alors cela signifie que ceux qui pratiquent sa répétition sur la même cible ne peuvent pas être considérés comme des acteurs durables de la profession. En résumé, il faut donc reconnaître

que les freins à la mise en avant du rôle d'adaptateur d'une économie que joue le LBO ne manquent pas.

Pourtant, les fonds pionniers, qui existent depuis vingt ans ou plus, n'en font eux pas mystère : ils acceptent voire revendiquent la qualité d' « atelier de réparation du capitalisme » que le professeur Malcolm Salter de la Harvard Business School suggéra d'appliquer au cas particulier de KKR[68]. Par ailleurs, leur historique d'investissement montre une très faible appétence pour les LBO multiples[69]. Les fonds pionniers sont manifestement des acteurs bien plus proches du second profil idéal-typique de notre classification simplifiée, et ce sont eux qui persistent dans l'excellence : ils font, année après année, toujours partie du quartile de tête des retours sur investissement qu'ils génèrent pour leurs *limited partners*[70]. On peut d'ailleurs constater que la pratique des deux principales sociétés d'investissement françaises, Eurazeo et Wendel, s'inscrit dans la droite ligne de ces acteurs historiques, caractérisée principalement par une nette préférence pour les LBO primaires portant sur des divisions de grands groupes[71].

Accepter l'idée de cette dimension transitoire du LBO nous semble conduire à un retour aux fondements historiques de ces opérations, qui ont d'ailleurs fait leur succès. Dans cette logique en effet, le LBO s'apparente pour une entreprise (et ses dirigeants) à un effort intense, voire un jeu de stress, qui a des effets bénéfiques non nuls sur ses affaires, ou lui permet de connaître un démarrage réussi (dans le cas d'anciennes divisions de grands groupes). D'ailleurs, on constate aux Etats-Unis que les entreprises qui ont été introduites en Bourse après avoir été contrôlées par des fonds de *private equity* ont ensuite obtenu de meilleures performances boursières que leurs homologues qui n'ont pas connu la même cure d'efficacité qu'elles. Des chercheurs du Boston College et de Harvard[72], qui ont étudié près de 500 entreprises sorties de LBO par une introduction en Bourse entre 1980 et 2002, ont montré qu'elles y ont obtenu des performances significativement supérieures à celles des autres entreprises introduites en Bourse au même moment et au marché dans son ensemble, sur une période de trois à cinq ans suivant leur entrée sur la cote. C'est, selon nous, dans cette direction qu'il faut chercher le véritable rôle économique des LBO : tout conduit en effet à penser que la vocation principale de ces mécanismes consiste à « tirer de la valeur » d'entreprises ou de sous-ensembles d'entreprises qui sont gérés d'une façon sous-optimale ou qui recèlent des gisements de profitabilité inexploités.

La communication institutionnelle des fonds de *private equity* peut ensuite suivre cette logique, et insister davantage sur les améliorations opérationnelles à moyen et long termes mises en œuvre dans les cibles sous LBO plutôt que, comme on l'a dit plus haut, de se laisser enfermer dans un débat sur le montant des rémunérations des managers et des associés des fonds ou sur les créations d'emplois. Sur ces deux points en effet, il apparaît qu'encore aujourd'hui aux Etats-Unis les représentants de la profession soient confrontés aux difficultés

---

[68] G. Baker & G. Smith, op. cit.

[69] D'aucuns défendent l'idée que le choix de laisser de côté les LBO multiples ne peut qu'être celui de firmes établies, les fonds plus récents saisissant dans leurs premières années toutes les occasions qui se présentent à eux avant de pouvoir se permettre de ne se concentrer que sur les LBO primaires, généralement plus profitables. On observe cependant que dès ses débuts KKR a clairement privilégié les LBO primaires.

[70] H. Meerkatt et al., op. cit.

[71] D'ailleurs, Dwight Poler, responsable pour l'Europe de Bain Capital, déclarait le 6 juin 2008 à la London Business School : « *Everybody knows you need to be in the top quartile in this industry to make money* ».

[72] J. Cao & J. Lerner, The Performance of Reverse Leveraged Buyouts, working paper, 2006.

inhérentes à des choix discutables en matière de communication[73] ; nous pensons donc qu'il serait illusoire de croire qu'elles pourront être surmontées aisément en France, fût-ce par un lobbying intense sur des créations d'emplois au demeurant contestables.

Poussé à l'extrême, le choix d'assumer un tel nouvel axe de communication peut conduire à des formulations particulièrement décoiffantes. Certains de nos interlocuteurs américains nous ont ainsi confié leur souhait d'ériger la marque Burger King, dont le groupe est contrôlé en partie par trois fonds de *private equity*, en nouvelle illustration populaire du LBO. Leur idée, assez audacieuse mais encore au stade de perspective amusante, est de faire en sorte que l'Américain de la rue, consommateur comblé des hamburgers Burger King, soit amené à associer naturellement le LBO à ses produits alimentaires préférés. Car alors non seulement l'image du LBO sera démystifiée, mais en plus elle aura acquis une dimension intrinsèquement positive, puisque le LBO sera perçu comme « ce qui fait les hamburgers de tous les jours ». Cet exemple n'est certes pas exempt d'un côté volontairement humoristique voire provocateur, mais il montre bien le choix qu'ont fait les instances américaines de représentation de la profession en matière de communication, duquel nous pensons que leurs homologues françaises gagneraient à s'inspirer.

En conclusion de cette dernière section intitulée « La raison d'être des LBO », nous estimons, au regard de tout ce qui précède, qu'est fondée sur le plan théorique et vérifiée par les éléments pratiques disponibles, l'idée selon laquelle la pérennité du LBO sera plutôt assurée par ceux qui accepteront la dimension intrinsèquement transitoire de ce mécanisme dans la vie d'une entreprise. A l'inverse, il est fort probable que les acteurs qui n'adhèrent pas à cette conception seront cantonnés à la perspective d'accompagner les vagues des marchés, avec les risques que cela comporte, y compris sur leur survie propre. Cela dit, pareille prédiction n'est pas si surprenante : chacun a censément conscience que la prise de risques qui caractérise les investissements en *private equity* devra bien se manifester tôt ou tard à l'échelle des fonds par l'apparition de trajectoires moins brillantes. Une réussite uniforme aurait en effet laissé penser qu'il pouvait exister des situations d'enrichissement sans cause, dont chacun sait en fait qu'elles ne sont pas durables, même dans la sphère financière.

---

[73] B. Cheffins & J. Armour, The Eclipse of Private Equity, working paper, 2007, rapportent les propos d'un associé de Carlyle qui déclara, en 2007 : « *We don't talk about blue-collar workers and instead brag about how much money we have made* ».

IX. Conclusion

Il aurait été singulier de clore ce document sans imaginer quelques pistes possibles d'évolution du monde du LBO compte tenu de la tempête financière qui sévit depuis la mi-2007. Sans tomber dans le travers de la prophétie plus ou moins éclairée, que nous préférons laisser à d'autres, tentons de dresser le portrait robot des acteurs du domaine qui sont susceptibles de survivre mieux que d'autres à la crise du moment. Un élément de réponse nous a été suggéré par plusieurs de nos interlocuteurs pour lesquels il est probable que les équipes qui pâtiront le moins de la situation actuelle sont celles qui disposaient, début 2008, d'un portefeuille solide, qui pourront structurellement supporter de traverser trois années de ralentissement d'activité, et qui peuvent convaincre leurs bailleurs de fonds de la nécessité de prolonger d'un an au moins les investissements en cours. De fait, l'un des effets collatéraux de la tension actuelle sera sans doute une plus grande concentration des fonds alloués par les prêteurs et les investisseurs aux équipes de *private equity* : maintenant que la « marée redescend » pour paraphraser le dicton américain, c'est en priorité aux fonds répondant aux quelques critères que l'on vient d'énoncer que les *limited partners* et les banquiers accepteront de faire confiance. C'est naturellement parmi les équipes proches du second idéal-type de notre classification simplifiée, celui de l'investisseur à profil industriel, que l'on trouvera le plus de telles équipes « performantes par gros temps », que les apporteurs de capitaux et de dette continueront malgré tout de suivre. Il faut donc s'attendre à ce que le paysage concurrentiel des fonds de *private equity* s'amenuise à court ou moyen terme.

Cette étude montre – ou confirme – en effet que les crises dans le secteur des LBO, et aussi plus généralement dans le monde financier[74], consistent toujours en des réactions naturelles aux excès des acteurs concernés. Et, avatar de la « persistance dans l'excellence » que l'on a relevée dans ce document quant aux meilleures équipes de *private equity*, il est frappant de constater que les crises donnent peu ou prou toujours raison aux mêmes comportements. Ne faut-il pas y voir une application concrète du dicton américain selon lequel *nothing succeeds like success* ? Cela signifie, à l'inverse, que les attitudes marginales sont toujours, au moment du gonflement d'une bulle, les exemples à ne pas suivre. Mais précisément, l'apparition puis la chute brutale des périodes d'euphorie proviennent de ce que les acteurs sont toujours logiquement incités à adopter le comportement moyen. Car, en somme, aucun financier n'a intérêt à avoir tort ou raison tout seul : l'équilibre du système repose sur l'échange permanent de croyances homogènes sur l'état futur de la réalité, mais il perd sa stabilité lorsqu'un élément exogène vient mettre en lumière la futilité de telle ou telle de ces promesses. Le tout est alors d'avoir agi, jusque-là, avec suffisamment de quant-à-soi pour ne pas être celui dans les mains duquel le « mistigri » termine sa course...

Gardons-nous, cela dit, de tout angélisme : non seulement la nature cyclique de l'activité d'investissement en LBO ne fait plus de doute, mais surtout on observe que les leçons qui sont collectivement tirées d'une période baissière n'empêchent pas, pour les raisons que l'on vient de résumer, les mauvaises pratiques et les excès de réapparaître à la période haussière suivante. Le rythme des activités financières est sans doute tel que ceux qui les animent sont contraints à réagir dans l'instant et donc enclins à avoir une mémoire courte. Par ailleurs, il y a fort à parier, tant ce trait paraît naturel, qu'une fois identifiée une martingale couronnée de succès, nombreux soient ceux qui s'appliquent à l'exploiter à outrance au risque de la dénaturer.

---

[74] Voir en ce sens P.-N. Giraud, Le commerce des promesses, Seuil, 2001

X. Annexe I : Exemple chiffré d'un *business plan* de LBO

		2007	2008	2009	2010	2011	2012
Compte de Résultat							
Ventes		1000	1050	1103	1158	1216	1276
Croissance	*n/a*		*5%*	*5%*	*5%*	*5%*	*5%*
EBITDA		50	53	61	69	79	89
Marge		*5,0%*	*5,0%*	*5,5%*	*6,0%*	*6,5%*	*7,0%*
D & A		10	10	10	10	10	10
EBIT		40	43	51	59	69	79
Frais Financiers			36	36	36	36	36
Résultat avant impôts			7	15	23	33	43
Impôts			2,1	4,8	7,7	10,9	14,3
Résultat Net			4,4	9,8	15,7	22,1	29,0

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Bilan						
Actif		EBE 2007				
Cash	0	27	66	106	122	145
Stock	150	142	128	119	125	130
Créances Clients	100	95	91	79	83	87
Immobilisations	300	300	300	300	300	300
Total Actif	550	564	586	604	630	662
Passif						
Dettes Fournisseurs	50	60	71	75	78	81
Dette à long terme	400	400	400	400	400	400
Capitaux Propres	100	100	100	100	100	100
Resultat	0	4,4	14,2	29,9	52,0	81,0
Total Passif	550	564	586	604	630	662

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Trésorerie						
EBITDA		**53**	**61**	**69**	**79**	**89**
Frais Financiers		36	36	36	36	36
Impots		2	5	8	11	14
Variation du BFR		-23	-29	-24	6	6
Cash Flow Opérationnel		**37**	**49**	**49**	**26**	**33**
Capex		10	10	10	10	10
Free Cash Flow		**27**	**39**	**39**	**16**	**23**
Flux Financiers		0	0	0	0	0
Dividendes		0	0	0	0	0
Variation de trésorie		**27**	**39**	**39**	**16**	**23**
Cash début d 'année		0	27	66	106	122
Cash Fin d 'année		27	66	106	122	145

XI. Annexe II : Bibliographie

V. Acharya et al., Corporate Governance and Value Creation : Evidence from Private Equity, working paper, 2008

A.-K. Achleitner et al., European private equity cases : introduction, The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008

K. Amess & M. Wright, The Wage and Employment Effects of Leveraged Buyouts in the UK, working paper, 2006

G. Andrade & S. Kaplan, How costly is financial (not economic) distress ?, Journal of Finance, 1998

G. Baker & G. Smith, The New Financial Capitalists : Kohlberg Kravis Roberts and the Creation of Corporate Value, Cambridge University Press, 1998

S. Bartlett, The money machine : how KKR manufactured power and profits, Warner Books, 1991

Régime fiscal des parts ou actions de « carried interest », Bulletin Officiel des Impôts, 28/03/02

B. Burrough et J. Helyar, Barbarians at the gate, Harper, 1990

J. Cao & J. Lerner, The Performance of Reverse Leveraged Buyouts, working paper, 2006

B. Cheffins & J. Armour, The Eclipse of Private Equity, working paper, 2007

S. Davis et al., Private equity and employment, The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008

S. Faludi, The Reckoning : Safeway LBO Yields Vast Profits but Exacts A Heavy Human Toll, Wall Street Journal, 16/05/90

P.-N. Giraud, Le commerce des promesses, Seuil, 2001

N. Goutard, LBO : le management par la tyrannie du cash, Ecole de Paris du Management, Compte-rendu du séminaire Vie des Affaires du 12/01/07

GRETU, Les études et les négociations, Publication Ecole des Mines de Paris, 1975

S. Guo et al., Do Buyouts (Still) Create Value ?, Swedish Institute for Financial Research Conference on The Economics of the Private Equity Market, 2008

J. Heel & C. Kehoe, Why some private equity firms do better than others, The McKinsey Quarterly, 2005

M. Jensen & S. Kaplan, Effects of LBOs on Tax Revenues of the U.S. Treasury, Tax Notes, 1989

S. Kaplan, Management Buyouts : Evidence on Taxes as a Source of Value, The Journal of Finance, July 1989

S. Kaplan, The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value, Journal of Financial Economics, 1989

S. Kaplan, The Evolution of U.S. Corporate Governance : We are all Henry Kravis Now, working paper,1997

S. Kaplan, Private Equity : Past, Present and Future, Journal of Applied Corporate Finance, Summer 2007

S. Kaplan & A. Schoar, Private Equity Performance : Returns, Persistence and Capital Flows, Journal of Finance, 2005

S. Kaplan & P. Strömberg, Leveraged Buyouts and Private Equity, working paper, 2008

Converteam repris par ses dirigeants, le fonds LBO France et Barclays, Le Figaro, 16/06/08

Vive le LBO pour tous les salariés !, Le Monde, 30/05/08

J. Lerner et al., Private equity and long-run investment : the case of innovation, The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008

F. Lichtenberg & D. Siegel, The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firm behavior, Journal of Financial Economics, 1990

Perspectives on Corporate Finance and Strategy, McKinsey&Company, Autumn 2006

H. Meerkatt et al., The Advantage of Persistence, 2008

G. Mougenot & C. Poncelet, Tout savoir sur le Capital Investissement, 4ème édition, Gualino, 2007

L. Phalippou & O. Gottschalg, The Performance of Private Equity Funds, Review of Financial Studies, 2008

Europe LBO loan standards loosen despite crisis – S&P, Reuters, 3 juin 2008

C. Riveline, Un point de vue d'ingénieur sur la gestion des organisations, Gérer et Comprendre, décembre 1991

Standard & Poors, European Private Equity Deals Display Wide Disparity In Performance; More Than Half Lag EBITDA Forecasts, 12 février 2008

XII. Remerciements

Nous avons été accompagnés, tout au long de nos travaux, par M. Michel Berry, fondateur et directeur de l'Ecole de Paris du Management. Nous lui sommes sincèrement reconnaissants pour l'écoute attentive, les conseils précieux et l'aide mobilisatrice dont il a bien voulu nous faire bénéficier.

M. Patrick Sayer, président du directoire d'Eurazeo, a significativement contribué à la réalisation de cette étude, par le soutien qu'il nous a accordé et les témoignages qu'il nous a permis de recueillir ; nous l'en remercions chaleureusement.

Nous adressons également nos plus sincères remerciements à tous ceux qui nous ont apporté leur concours et ont accepté de nous transmettre leurs observations sur les premières versions de ce document :

M. Bernard Attali, Senior Adviser, TPG
M. Franck Bancel, Professeur, ESCP-EAP
M. Jean-Christophe Barbant, Président-Directeur Général, Monier
M. Yves Barraquand, Président-Directeur Général, Wheelabrator Allevard
M. Benoît Bassi, Partner, Bridgepoint
M. Frédéric Baverez, Directeur Général Adjoint, Keolis
M. Jean-Louis Beffa, Président du Conseil d'Administration, Compagnie de Saint-Gobain
M. Alain Bocquet, Député du Nord
Mr David Bonderman, Founding Partner, TPG
M. Arnaud Bouyer, Executive Director, Morgan Stanley
M. Alain Bréau, Président-Directeur Général, Mory Group
Mme Marie-Christine Brun, Directrice Divisionnaire, Direction de la Législation Fiscale, Ministère de l'Economie, de l'Industrie et de l'Emploi
M. Robert Castaigne, Directeur Financier, Total
M. Grégoire Châtillon, Directeur d'Investissement, Barclays Private Equity
M. Bertrand Collomb, Président d'Honneur, Lafarge
M. Hervé Couffin, Co-fondateur, Callisto
M. Jean-Pierre Créange, Associé, Pragma Capital
M. Alexis Dargent, Avocat à la Cour, Mayer Brown
M. Yann Duchesne, Managing Director, Doughty Hanson
M. Bernard Esambert, Président de l'Advisory Board, Arjil
M. Jean-Martin Folz, Président, AFEP
M. Stéphane-Paul Frydman, Directeur Financier, CGGVeritas
M. Ian Gallienne, Managing Director, Ergon Capital Partners
M. Jacques Garaïalde, Partner, KKR
M. Hervé Gastinel, Président, Terréal
M. Bruno Gastinne, Président, Métaux Spéciaux
M. Fabrice de Gaudemar, Directeur d'Investissement, Eurazeo
M. Pierre-Noël Giraud, Professeur d'économie, Ecole des Mines de Paris
M. Noël Goutard, Président, NG Investments
M. François Haas, FMI
M. Jean-Yves Helmer, Associé-gérant, Lazard
M. Christian Herrault, Directeur Général Adjoint Groupe, Lafarge
M. Dominique Jacquet, Professeur, Université de Paris X – Nanterre

Mr. Steven N. Kaplan, Neubauer Family Professor of Entrepreneurship and Finance, The University of Chicago Graduate School of Business
M. Jean-Bernard Lafonta, Président du Directoire, Wendel
M. Philippe Larasse, Co-fondateur, Collectif LBO
M. Thierry Lardinois, Chargé d'Affaires, Barclays Private Equity
M. Christophe Leclerc, Associé, Accuracy
M. Olivier Legrain, Président, Matéris
Mr Douglas Lowenstein, President, Private Equity Council
M. Xavier Marin, Président, Fondations Capital
M. Yannick Marion, Directeur Adjoint, Eurazéo
M. Ephraïm Marquer, Directeur, Association Française de Gestion Financière
M. Michel Maupu, Senior Adviser, 3i
M. Thierry de Mazancourt, Directeur Général Délégué, Sagem Sécurité
M. Julien Merceron, Adjoint au Chef du Bureau Financement et Développement des Entreprises, Direction Générale du Trésor et de la Politique Economique, Ministère de l'Economie, de l'Industrie et de l'Emploi
M. Xavier Moreno, Président, Astorg Partners
M. Gilles Mougenot, Associé, Argos Soditic
M. Henri Philippe, Vice-Président, Accuracy
M. Michel Prada, Président, AMF
M. Jean-Marc Prunet, Directeur d'Investissement, Fondations Capital
M. Pascal Quiry, Managing Director, BNP Paribas Corporate Finance
M. Vincent Rigal, Directeur, CIS
M. Jean-Pierre Rodier, Associé, Médiobanca
M. Grégory Sabah, Directeur des Etudes, AFIC
M. Jean-Paul Schaer, Président, X-Mines Consult
M. Laurent Sireix, Directeur Général, CIS
Mr Robert W. Stewart, Vice President Public Affairs, Private Equity Council
Mrs Amy Stuart, Principal, KKR
M. Claude Trink, Ingénieur Général des Mines, Conseil Général des Mines
M. Marc Vermeulen, Managing Director, BNP Paribas Corporate & Investment Banking
M. Humbert de Wendel, Directeur Fusions et Acquisitions, Total
Mrs Alisa Amarosa Wood, Principal, KKR

XIII. Table des Matières

I. Résumé 3
II. Executive summary 4
III. Introduction 5
IV. L'effet de levier, rien de nouveau sous le soleil 6
1. Introduction à l'effet de levier 6
2. L'effet de levier financier dans un LBO 7
3. L'effet de levier fiscal 8
4. L'effet de levier juridique 10
5. Un cas typique : l'exemple de Blanche Neige SA 11
Le processus de vente 11
La mise en place de l'opération 13
V. Le marché du LBO : acteurs et dynamique 16
1. Dynamique du marché du LBO 16
2. Les investisseurs des fonds, ou *limited partners (LP)* 17
3. Les sociétés de gestion 18
La structure duale 18
Les différents types de fonds 19
4. Les banques 20
5. Les conseils et intermédiaires 20
Les banques d'affaires 20
Les experts-comptables 20
Les avocats 20
Les cabinets de conseil 21
VI. Les recettes pratiques du LBO 22
1. La « mise sous tension de l'entreprise » 22
a) Optimisation financière 22
b) Améliorations opérationnelles 24
2. La place particulière des dirigeants sous LBO 31
VII. Quand le LBO dérape 40
1. Une *cash machine* sans réels garde-fous 40
2. Entreprises fragilisées 49
3. Quand ça se gâte… 50
VIII. Du bon usage des LBO 53
1. Type d'actionnariat 53
2. Place accordée aux managers 54
3. La raison d'être des LBO 56
IX. Conclusion 64
X. Annexe I : Exemple chiffré d'un *business plan* de LBO 65
XI. Annexe II : Bibliographie 66
XII. Remerciements 68
XIII. Table des Matières 70