



U – PANTHÉON - SORBONNE –  
UNIVERSITÉ PARIS 1

## Le LBO a-t-elle un impact sur les méthodes d'évaluation et sur la valeur des sociétés ?

Plan d'étude :

I) De l'impact du LBO sur les méthodes d'évaluation

- A) Avant l'évaluation : le choix de la cible
- B) Les modèles d'évaluation « spécifique » au LBO
- C) De l'existence d'un consensus sur les bonnes méthodes d'évaluation

II) Le LBO crée-t-il de la valeur ?

- A) La création de valeur dans les LBO
- B) Les déterminants de la valeur dans les LBO
- C) Une amélioration de l'équation Humaine

EL HADJ DAHMANE NIZAR

[www.nizar.fr.tc](http://www.nizar.fr.tc)  
Tél. : 0610012479

**MASTER 1 de Finance**

Le LBO ou Leverage Buy Out est une opération de rachat d'entreprise en finançant une part importante du prix d'acquisition par endettement. Une société holding qui s'endette est constituée pour acheter une entreprise dont les excédents de trésorerie seront régulièrement remontés au niveau du holding via des dividendes afin de lui permettre de payer les intérêts de sa dette et de la rembourser.

Dans la pratique il convient donc pour l'acquéreur d'évaluer la cible pour aboutir à un prix tenant compte de la spécificité de l'opération ; la question centrale étant ici de comprendre comment le processus d'évaluation est impacté par le montage LBO.

A observer de près le débouclage des LBO, on constate que les investisseurs en capital réalisent des plus-values importantes sur des périodes de temps relativement courtes. Ainsi, un LBO paraît de *prime abord* créateur de valeur. Est-ce systématiquement le cas ? Quelles sont les justifications de ce phénomène ?

Pour tenter de répondre à ces problématiques, nous analyserons dans une première partie le processus d'évaluation de la cible du LBO , puis dans une seconde partie nous verrons comment le LBO aboutit à une création de valeur aux frontières de la finance et de la psychosociologie.

## 1) De l'impact du LBO sur les méthodes d'évaluation

Evaluer une entreprise est un exercice difficile et une bonne utilisation des techniques d'évaluation ne suffit pas à faire de l'évaluation une science exacte.

Ce manque de formule parfaite a conduit tout un pan de la finance moderne à chercher un outil qui ne serait pas parfait mais qui réduirait « le démon du hasard<sup>1</sup> » et donc le risque d'erreur dans l'évaluation.

Dans cette logique l'évaluateur doit arbitrer entre les différentes méthodes d'évaluation existante afin de choisir celles qui conviennent le mieux au contexte.

---

<sup>1</sup> Peter L. Bernstein ; Des idées capitales

L'évaluateur ne doit pas chercher à trouver la valeur de l'entreprise mais il doit en utilisant plusieurs méthodes et donc plusieurs prismes d'analyses aboutir à **un intervalle de valeur** contenant une juste image de ce que vaut réellement l'entreprise.

Dans une logique chronologique nous analyserons tout d'abord s'il existe une « cible idéale » au montage LBO, puis nous expliquerons comment les méthodes d'évaluations sont impactées par la spécificité du LBO pour enfin confronter les résultats de ces différentes méthodes d'évaluations.

#### A) Avant l'évaluation : le choix de la cible

Le LBO est un montage complexe et risqué, les investisseurs ont donc une obligation d'analyse approfondie avant de s'engager. Ils doivent comprendre l'organisation de la cible d'un point de vue technique, social, matériel aussi bien que financier.

L'étude de la cible et les Due diligences : existe-t-il une cible idéale ?

Cette phase a pour objectif l'analyse SWOT de l'entreprise et de son environnement : ses forces, faiblesses, les opportunités et menaces. Les investisseurs vont chercher des informations auprès du vendeur, des salariés, des documents internes, à travers des visites, des audits. Les dues diligences sont devenues un élément clé du LBO tant pour les investisseurs que pour les établissements financiers. Ces derniers sont consultés par les investisseurs pour évaluer le levier potentiel de l'opération et les prêteurs intéressés vont s'investir dans le déroulement des dues diligences.

Une due diligence est l'« ensemble des mesures de recherche et de contrôle des informations permettant à l'acheteur de fonder son **jugement**<sup>2</sup> sur le patrimoine, l'activité, la situation financière, les résultats, les perspectives de la société. »

Cette étude stratégique doit permettre d'anticiper les évolutions probables du secteur d'activité de la société mais aussi de l'entreprise sur son marché.

Les investisseurs vont s'intéresser à l'image, la réputation de la société<sup>3</sup>, des collaborateurs, aux litiges récents, au marché (taille, taux de croissance, barrière à l'entrée et donc à la sortie, facteurs clés de succès, réglementation, veille technologique, analyse des produits), à la concurrence (positionnement, stratégie, parts de marché, avantages compétitifs, faiblesses ou retards par rapport aux principaux concurrents), aux partenaires (clients, fournisseurs, liens de dépendance).

Les audits réalisés sont d'autant plus coûteux que leur étendue est importante et leur réalisation complexe. En moyenne une due diligence dure un mois minimum et fait appel à une équipe de trois ou quatre personnes ainsi qu'à de nombreux spécialistes.

---

<sup>2</sup> Cet aspect est fondamental, l'on ne peut évaluer la cible directement avec les méthodes d'évaluation que l'on va voir : il faut au préalable apprécier la qualité de l'information forcement « bruitée ».

<sup>3</sup> Le capital immatériel est extrêmement difficile à évaluer, par exemple google avant son introduction en bourse n'avait pas de valeur comptable, le brevet étant développé en interne : google d'un point de vue comptable ne valait rien (l'introduction a abouti à un ratio VC/VM très faible, c'est-à-dire que le marché valorise google tandis qu'à l'actif il n'y a pas de valeur).

Plus l'opération est complexe, plus le temps passé à auditer est long. Plus de 95% des opérations se sont par enchères ce qui augmente le prix mais également l'étendue et le coût des dues diligence.

La complexification des opérations multiplie les frais de montage et d'audit qui absorbent 3 à 5% du montant d'un LBO. Ces frais sont fonction du temps passé et sont calculés sur la base d'un taux horaire d'environ 300 euros l'heure. Mais d'autres intervenants (apporteurs d'affaires, avocats) sont rémunérés à travers des commissions pouvant aller jusqu'à 1% du montant de l'opération<sup>4</sup>. Tous les domaines sont passés au crible, du système fiscal au système de retraite<sup>5</sup>.

Les exigences des parties devenant de plus en plus importantes, les dues diligences ont lieu de plus en plus tôt, souvent au niveau des data-room. Ceci augmente le risque inhérent aux opérations de LBO car en cas d'échec ces frais sont perdus. Ces dues diligences coûtent d'ailleurs de plus en plus chère aux investisseurs car, par manque de temps, ils externalisent les différents audits afin de se focaliser sur l'évaluation de la cible que nous verrons dans le prochain point.

On peut auparavant se demander s'il existe une cible idéale. L'expérience a dégagé plusieurs critères, recherchés tout particulièrement par les investisseurs. Aucune cible ne réunit tous les critères en même temps et on ne peut d'ailleurs pas en donner une liste exhaustive mais **la viabilité d'un LBO repose avant tout sur la capacité de la cible à dégager des cash-flows dans le futur** (et donc l'impact principal que nous analyserons ensuite est donc de modéliser au mieux grâce aux méthodes d'évaluation ces flux) et dans cette optique on peut relever plusieurs points fondamentaux :

- **Activité** : Vulnérabilité limitée aux changements technologiques ; la haute technologie nécessite d'ailleurs des investissements trop lourds pour un LBO. L'activité doit être régulière, sans heurts (préférence pour les contrats commerciaux de longue durée par exemple).

- **Rentabilité** : **Doit être élevée et récurrente pour remonter des dividendes.**

- **Structure financière** : L'équilibre financier est exigé, le niveau d'endettement doit être faible, afin que les charges financières n'obèrent pas la rentabilité, ainsi que le besoin en fonds de roulement et le besoin d'investissement. La trésorerie doit être positive (sécurité) et des actifs importants doivent être présents, cessibles en cas de difficultés sans remise en cause de la pérennité de l'ensemble (actifs non stratégiques en quelque sorte).

---

<sup>4</sup> Ce qui n'est pas négligeable sur une grande opération, il faut prendre en considération ces droits d'entrée car les méthodes de valorisation se focalisent uniquement sur la valeur intrinsèque de la cible.

<sup>5</sup> Un LBO théorique sur la nouvelle Banque postale devra par exemple prendre en compte le coût « cachés » du financement important de la retraite des fonctionnaires.

- **Marché** : Doit être stable, non cyclique avec des barrières à l'entrée et une visibilité sur l'avenir. On rencontre souvent des entreprises positionnées sur une niche de marché rentable<sup>6</sup> et protégée ou leaders face à une concurrence raisonnable.
- **Produits** : Doivent comprendre une réelle valeur ajoutée et ne pas être menacés par des produits de substitution.
- **Culture/Organisation** : L'implication des managers doit être forte, les cadres motivés au sein d'une culture d'entreprise développée. Le climat social doit être stable et sain avec un personnel qualifié et motivé face à l'opération de LBO.

Il est évident que la cible idéale (au même titre que l'Homme idéal) n'existe pas, mais ces éléments mettent en lumière que le LBO n'est pas une technique de reprise de n'importe quelle entreprise.

Il s'agit de sociétés en bonne santé ou rencontrant des problèmes conjoncturels mais dont les fondamentaux sont bons.

Ainsi le nombre d'intervenants dans le processus de LBO assure l'existence chez la cible d'un potentiel de développement réel à court terme<sup>7</sup>.

Une fois la cible trouvée, plusieurs conditions seront encore nécessaires pour que l'opération se déroule bien. Il faudra garantir la continuité de l'exploitation. En effet un LBO provoque des bouleversements importants notamment par le changement de dirigeant. Un soin tout particulier est à apporter à la continuité et à la fluidité du management surtout lors de reprise par des dirigeants extérieurs<sup>8</sup>.

Mais il va falloir également s'assurer que la cible est capable de dégager de la trésorerie suffisante et régulière.

Les dividendes susceptibles d'être remontés au holding doivent être calculés après que la cible ait couvert ses besoins de financement (investissements en immobilisations et en BFR) et le remboursement des dettes éventuelles qui lui sont propres. Les cibles privilégiées sont donc celles qui présentent à la fois des flux de trésorerie disponibles élevés et un endettement faible (d'où une focalisation sur les méthodes d'évaluation par les flux).

## B) Les modèles d'évaluation « spécifiques » au LBO

Comme nous l'avons dit l'évaluation est un exercice complexe car la valeur d'une société dépend de paramètres nombreux et parfois difficile à appréhender. C'est pour cela que pour réduire le risque d'erreur l'on se base sur une fourchette de valeurs à l'intérieur de laquelle le prix sera négocié.

Avant toute évaluation financière les dues diligences vont permettre de poser un diagnostic général. En effet au-delà des aspects quantitatifs, une vision qualitative du

<sup>6</sup> C'est un pléonasme de plus en plus rare.

<sup>7</sup> Pour preuve de développement des LBO secondaires.

marché, du potentiel humain, de développement ou encore de création de valeur s'impose et enrichit l'approche purement financière (évaluer n'est pas que la sommation de Cash Flow actualisés).

La valorisation d'une entreprise ne s'effectue pas seulement lors d'un LBO et les techniques sont variées. Mais qu'évalue t'on ? On évalue les titres de la société. Si l'entreprise est cotée l'on se base sur la cotation du marché financier<sup>9</sup>. Mais les entreprises reprises en LBO sont en règle générale non cotées et la valorisation va se baser sur une approche multicritère selon deux grandes méthodes : l'approche actuarielle et la méthode des comparables.

Dans un souci d'exhaustivité nous présenterons aussi la méthode patrimoniale en prenant en compte l'aspect fiscal.

Il existe bien d'autres techniques (méthode de création de valeur type EVA, les options réelles qui permettent de prendre en compte la flexibilité du Management face au changement, les méthodes mixte type Goodwill) mais celles présentés ici sont privilégiées par les professionnels du LBO.

## 1) L'approche Actuarielle

### A) L'impact du LBO sur la méthode DCF

$$VE = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1 + CMPC)^i} + \frac{VT}{(1 + CMPC)^n}$$

avec :

**VE** : la valeur d'entreprise

**V<sub>FP</sub>** : la valeur des fonds propres

**CF** : le flux de trésorerie (free cash flow) généré par l'exploitation

**CMPC** : le coût moyen pondéré du capital

**VT** : la valeur terminale

Elle repose sur l'actualisation des flux futurs : elle estime la valeur de l'entreprise à partir de sa capacité à générer des flux de trésorerie disponibles. La somme des ces flux va être actualisée à un taux d'actualisation tenant compte du risque de l'actif économique. Ce taux est le coût moyen pondéré du capital : CPMC

Le CMPC correspond à la moyenne pondérée des ressources utilisées par la société:

$$CMPC = K_{CP} \frac{V_{FP}}{V_{FP} + V_D} + K_D \times (1 - IS) \times \frac{V_D}{V_{FP} + V_D}$$

<sup>9</sup> Encore faut t'il que le marché évalue correctement les sociétés (FAMA : Efficience sous la forme forte).

Avec :

$V_{FP}$ : la valeur des fonds propres

$V_D$ : la valeur de la dette

$K_{CP}$ : le coût des fonds propres

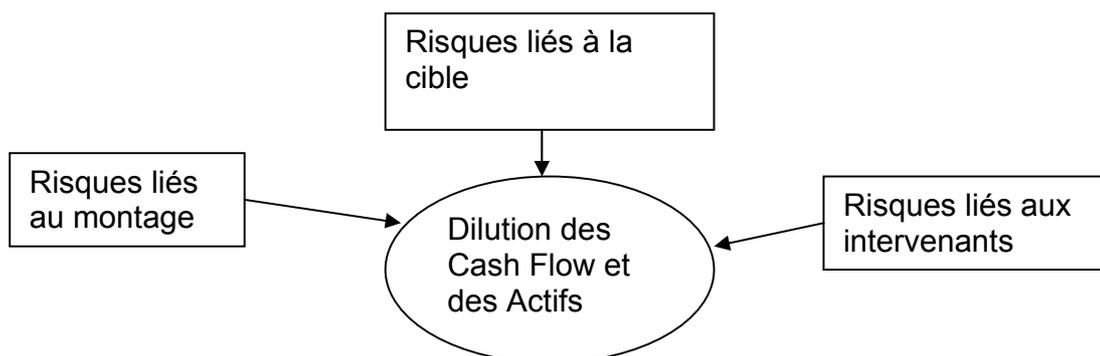
$K_D$ : le coût de la dette financière. Le facteur  $(1 - IS)$  reflète l'économie d'impôt liée à la charge d'intérêts, les flux de trésorerie tenant compte d'un impôt à taux plein.

► Dans le cadre d'un LBO, la méthode DCF (Discounted Cash Flow) valorise la société à partir de ses propres perspectives de développement telles qu'elles ont pu être appréhendées par le management. Ces perspectives sont ensuite retranscrites dans un business plan qui permet d'apprécier les flux de liquidité disponibles pour les investisseurs. Mais pour une valeur « juste » il convient d'actualiser ses flux sur l'horizon de projection du business plan, soit trois à cinq ans.

Actualiser les Cash Flow à quel taux puisque le risque du LBO est inconstant ?

► Le taux d'actualisation reflète l'exigence de rémunération des investisseurs en fonction du risque encouru. Mais dans le cadre d'un LBO la modélisation de ce taux est forcément différente puisque le corollaire du LBO est une plus grande prise de risque.

Les principaux risques identifiés dans une opération de LBO étant :



En effet la viabilité de l'opération repose essentiellement sur la capacité de la cible à dégager les cash flows nécessaires à son exploitation et au remboursement de la dette d'acquisition. Ainsi, de nombreux risques liés à la cible et à son marché, des risques liés

aux différents intervenants (mauvais management, climat social tendu, conflits d'agence) mais aussi des risques liés au montage mis en place par les banques (levier trop important mettant en péril l'exploitation de la cible, périmètre de consolidation ne permettant pas de bénéficier de l'intégration fiscale, risques de taux et de change mal ou non couverts,...) sont à même de créer une dilution des cash-flows.

D'autre part, en s'engageant dans ce type d'opérations, les banques bénéficient de très peu de garanties et leur responsabilité peut être mise en cause en cas d'échec (soutien abusif de crédit). Afin de réduire le risque d'échec, les banques doivent veiller à ce que les différents intervenants soient impliqués financièrement et à ce que la substance de leur garantie ne soit pas diluée par les actions des différents intervenants (dirigeants, management, actionnaires).

De plus pour le LBO il faut ajouter aux deux catégories de financement classiques (les capitaux propres qui sont rémunérés via les dividendes et la dette financière) les moyens de financement «intermédiaires» dénommés dettes mezzanines, à travers notamment des emprunts obligataires (convertibles en actions ou non).

L'impact du LBO sur le CMPC

► Le coût des fonds propres d'un LBO est significativement plus élevé que le coût des fonds propres de la même activité endettée à un niveau normatif. En effet, le risque de faillite (cf. schéma) est plus élevé du fait du montant important de la dette dans un LBO. C'est pour cette raison que le taux de rentabilité interne exigé par les investisseurs en capital dans un LBO est élevé (on parle souvent de 25%), afin de prendre en compte ce risque.

On voit ainsi que le niveau d'endettement (Gearing) élevé au départ d'un LBO est compensé par un accroissement du coût du capital qui lui est associé. Au cours de la vie du LBO, la dette se réduit, le Gearing aussi, contribuant à augmenter le CMPC.

A l'inverse, le risque de faillite inclus dans le coût des fonds propres diminue sur la période du LBO du fait de la réduction de l'endettement, contribuant à diminuer le CMPC.

Au total, le CMPC moyen d'un LBO tout au long de sa durée n'est sans doute pas très différent du CMPC de l'activité endettée à un niveau normatif.

Enfin, puisque nous sommes dans un horizon borné, il faut ajouter la valeur résiduelle de l'entreprise à l'issue de l'opération (à partir d'une estimation d'un taux de croissance à l'infini, c'est-à-dire que l'on se place dans la fin du cycle de vie de l'entreprise).

La valeur terminale : Variable clé du modèle DCF puisque les 2/3 de la valeur de l'entreprise repose sur l'évaluation de ce paramètre

Il faudrait donc prolonger à long terme le plan d'affaires en répétant chaque année le «flux normatif» augmenté du taux de croissance attendu à long terme.

En pratique, une solution plus courante consiste à calculer la valeur de ce «flux normatif» (CFN), en utilisant une simplification arithmétique: en effet, on peut facilement démontrer que la somme d'un flux de trésorerie croissante à un taux et actualisé à :

$$\text{un taux de } \frac{(1 + g)}{(1 + \text{CMPC})} \text{ est égale à } \frac{\text{CFN}}{(\text{CMPC} - g)}$$

$$\text{Dès lors, la valeur terminale (VT) est égale à } \frac{\text{CFN}}{(\text{CMPC} - g)}$$

Mais une autre formalisation de la valeur terminale existe car il est difficile de définir un taux de croissance à long terme<sup>10</sup> ; il s'agit de prendre une valeur de marché de l'entreprise à l'issue du LBO (le multiple de sortie) ?

En effet il s'agit d'estimer la valeur selon un multiple de l'EBITA de l'entreprise à l'issue du LBO. Cette méthode consiste en quelque sorte à évaluer le « LBO secondaire » possible à l'issue du premier LBO.

Pour le modèle DCF, l'on a donc un impact du LBO aboutissant à :

- Du fait même de la technique d'actualisation, le CMPC suppose que la rémunération du risque augmente de façon exponentielle avec le temps ce qui n'est justifié que s'il en va de même pour l'incertitude pesant sur les flux futurs : ce qui n'est pas le cas dans le LBO puisque l'endettement et donc le risque n'est pas stable (fort au début, puis forte baisse suite à la cession d'un actif non stratégique par exemple).
- Cependant une actualisation à partir du CMPC n'induit pas forcément un biais puisque en moyenne le CMPC sur sa durée de vie tend à se reprocher du CMPC de l'activité endettée à un niveau normatif.
- Pour la valeur terminale qui est la principale limite de la méthode, il existe deux façons de l'estimer, soit une hypothèse plus classique visant à estimer un taux de croissance des affaires à l'infini ; ou une estimation de la valeur de revente possible de l'entreprise à terme.

<sup>10</sup> D'autant plus que le modèle repose sur des prévisions, le risque d'erreur en introduisant un autre facteur d'estimation augmente.

Comment évaluer le levier fiscal par le CMPC?

L'aspect fiscal est indissociable du LBO car la seule source de création de valeur additionnelle d'un LBO réside dans le levier fiscal provenant de la déductibilité des intérêts de la dette.

Se pose donc le problème de l'évaluation de cette création de valeur fiscale. La méthode classique du CMPC ne permet pas d'appréhender correctement la valeur d'un LBO pour plusieurs raisons :

- L'économie fiscale liée à la déductibilité des intérêts est incluse dans le calcul du CMPC par l'affectation du taux d'impôt au coût de la dette.

- Il est difficile de mesurer le coût du capital pour des structures fortement endettées. Les formules de « releverage » du bêta, qui permettent de tenir compte du niveau d'endettement dans le calcul du coût de fonds propres, trouvent leurs limites avec des niveaux d'endettement élevés.

- L'approche par le CMPC<sup>11</sup> suppose un niveau constant d'endettement. Or, il est mécanique dans un LBO que la dette diminue fortement avec le temps.

Afin de pallier à ces limites du CMPC pour l'évaluation des LBO, plusieurs études ont montré la pertinence de la méthode de l'Adjusted Present Value ou APV.

B) Plus de vision sur les mécanismes d'effets de leviers et donc plus de pertinence de la méthode APV

Cette méthode consiste à évaluer de manière séparée l'activité, en supposant celle-ci intégralement financée par fonds propres, des impacts liés au financement et à la fiscalité.

Le somme de ces éléments, évalués séparément, donne la valeur d'entreprise.

- Dans un premier temps, afin d'évaluer l'activité, on actualise les Free Cash Flow au coût des fonds propres déterminé en supposant l'endettement nul. Ce coût des fonds propre (aussi appelé Unlevered Cost of Equity) est calculé à partir de la formule du Medaf en retenant un bêta désendetté (unlevered beta) dérivé de Levered beta observé sur des sociétés comparables cotées opérant dans le même secteur d'activité que l'objet du LBO.

$$(SML) E(R_i) = R_F + \beta_i (E(R_M) - R_F)$$

---

<sup>11</sup> Cette limite n'est pas sans rappeler les critiques de R.ROLL (1977) sur le bêta et son inconstance dans le temps.

Classiquement, il est ainsi calculé<sup>12</sup> :

$$\beta \text{ actif économique} = \frac{\beta \text{ capitaux propres}}{1 + (1 - IS) \times \frac{Vd}{Vcp}}$$

IS est le taux d'impôt sur les sociétés, Vd la valeur de l'endettement net et Vcp celle des capitaux propres.

Ce mode de calcul du  $\beta$  de l'actif économique repose cependant sur une hypothèse très forte et une condition d'équilibre posée par Franco Modigliani et Merton Miller dans leur article de 1963 :

- L'entreprise s'endette au taux de l'argent sans risque, et ce quelle que soit sa structure financière.
- La valeur de l'actif économique de l'entreprise endettée est égale à celle de l'entreprise non endettée plus la valeur de l'économie d'impôt (due à la déductibilité fiscale des intérêts) calculée comme le montant de l'endettement net multiplié par le taux d'IS.

Cette hypothèse et cette condition d'équilibre simplifient l'équation de détermination du  $\beta$  de l'actif économique mais n'ont pas de réalité économique. Elles pouvaient être acceptées dans le cadre d'un article de recherche en 1963 ; elles ne nous paraissent plus acceptables aujourd'hui.

La première parce que chacun sait qu'une entreprise, même notée AAA ne s'endette pas au taux de l'argent sans risque (Nestlé noté AAA a un coût de la dette supérieure à 0,3 % au taux sans risque) sans parler de l'entreprise notée BBB (cas de Lafarge qui s'endette à 0,55% au dessus du taux sans risque) ou de celle notée B (1,26 % au dessus comme Alcatel).

La seconde parce que les travaux de recherche ont montré que la valeur de l'économie d'impôt, quand elle existe ce qui est contesté, dépasse à peine quelques pour cents une fois déduite la valeur actuelle et probabilisée des coûts de faillite que l'endettement induit.

- Dans un deuxième temps, on évalue l'avantage fiscal lié à la déductibilité des intérêts de la dette.

Cet avantage est mesuré par la différence entre l'impôt théorique que paierait une structure entièrement financée par fonds propre et l'impôt effectif calculé après déduction des intérêts de la dette du LBO.

La simulation des charges financières repose habituellement sur le plan de remboursement prévu des instruments de dette du LBO.

---

<sup>12</sup> Source : Site Internet Vernimmen.

Ces flux d'économies d'impôts doivent ensuite être actualisés. Il existe des divergences sur le taux d'actualisation à retenir pour évaluer ces économies.

Certains considèrent qu'ils doivent être actualisés au taux de risque attaché à la dette, c'est-à-dire le taux de la dette. D'autres considèrent, au contraire, qu'ils doivent être actualisés au coût des fonds propres, dans la mesure où la réalisation des économies d'impôts sur la déduction des intérêts est fonction de la capacité de l'activité à générer des profits dont le risque est mesuré par ce taux de rendement.

Cette opposition dans le choix de l'actualisation est proche de la notion juridique de principal et d'accessoire, si l'on considère que le contrat de prêt est le principal l'on actualise au taux de la dette, mais au contraire si l'on considère que le prêt n'est qu'un élément accessoire et que le principal est la jouissance est donc le financement de projet l'on actualisera au taux des fonds propre.

C'est d'ailleurs l'actualisation au coût des fonds propre qui est la plus réaliste dans le cas du LBO au regard du risque élevé attaché au remboursement de la dette et donc la possibilité de déduire les intérêts.

La somme de ces deux valeurs, valeur de l'activité (valeur intrinsèque) et valeur de l'avantage fiscal, donne la valeur de l'entreprise.

La deuxième méthode la plus utilisée par les acteurs du marché LBO est la méthode des comparables.

## 2) La méthode des comparables

Néanmoins, la méthode d'évaluation, de loin, la plus communément utilisée par les professionnels du haut de bilan et notamment par les professionnels du LBO est aujourd'hui le multiple de l'EBIT dont on retranche le montant des dettes financières nettes de la trésorerie (cash) au moment de l'acquisition.

L'EBIT (sigle anglo-saxon signifiant Earnings Before Interest and Taxes, c'est à dire bénéfices avant charges financières et impôts) correspond à peu de choses près au résultat d'exploitation diminué éventuellement de la dotation à la participation des salariés, de l'année si elle existe.

► Le point de départ est la capacité bénéficiaire d'exploitation de l'entreprise hors éléments exceptionnels, mais calculée après impôts normatif. Il s'agit de disposer d'une rentabilité d'exploitation récurrente. Le coefficient multiplicateur qui est appliqué permet de remonter jusqu'à une estimation de l'actif économique (les paramètres justifiant le multiple étant les mêmes que les critères pour choisir la cible ; rentabilité, management potentiel de croissance, etc.).

Il faut déduire la valeur de la dette pour obtenir la valeur de l'entreprise<sup>13</sup>.

---

<sup>13</sup> C'est la méthode recommandée par l'AFIC.

$$\text{Valeur de l'entreprise} = \text{Multiple} \times \text{EBIT} - \text{Dettes.}$$

La méthode des comparables ne repose pas sur la valorisation de l'entité en tant que telle mais sur un classement des activités ou des firmes entre elles à partir d'indicateurs communs appliqué à l'EBIT.

En définitif, ce n'est ni plus ni moins qu'une technique de « benchmark » appliquée aux méthodes d'évaluation qui s'est popularisé au cours de ces dernières années.

Comment construire un panel de sociétés comparables ?

Nous avons vu que la cible parfaite pour un LBO n'existe pas comment dans ce cas faire un benchmark pertinent ?

C'est le souci principal de l'évaluateur qui doit trouver des sociétés réellement comparables et déterminer les paramètres clés de constitution du panel.

Au delà de l'activité qui s'impose comme un critère évident, il doit identifier des critères pertinents pour l'évaluation : taille, positionnement géographique (comparer une entreprise a fort « capital marque<sup>14</sup> » et une PME évoluant sur le même secteur peut être hasardeux), rentabilité ou encore maturité.

Afin de définir un panel de sociétés comparables, les professionnels s'appuient sur des bases de données payantes comme bloomberg, qui recense les sociétés cotées dans le monde (plate forme d'information complète sur les sociétés cotées : informations financières, estimés, documents officiels..), Investext, regroupant les notes d'analystes financiers (rapports de brokers sur la majorité des sociétés cotées, rédigés par environ 980 sociétés d'analystes), ou encore Multex Global Estimates (base de donnée synthétisant et développant des consensus à partir des notes de Brokers).

Pour le LBO SDC est particulièrement utile car cette base recoupe un ensemble de transactions.

Le choix des multiples : Le LBO induit une préférence pour l'EBIT

Après avoir analysé les informations disponibles dans un contexte d'asymétrie informationnelle entre évaluateur et entrepreneur il convient de sélectionner le bon multiple.

L'AFIC recommande l'EBIT mais il est aussi possible de prendre le multiple du chiffre d'affaire (VE/CA) qui permet de valoriser une société en fonction de sa part de marché et des ventes indépendamment de sa rentabilité ou de sa structure financière.

Il est également possible d'utiliser le multiple de l'excédent brut d'exploitation (VE/EBE) qui cette fois tient compte de la rentabilité.

---

<sup>14</sup> Kapferer

### 3) Des méthodes Patrimoniales

La méthode patrimoniale, ou évaluation par les stocks, est simple dans son principe. La valeur de l'entreprise est la somme de ses éléments d'actifs inscrits au bilan, diminuée de ses passifs. Les valeurs de chacun des éléments sont des valeurs réelles corrigées et non les valeurs comptables historiques. Le principe retenu consiste donc à évaluer séparément chaque élément et à en faire la somme algébrique.

On appelle actif net corrigé (ANC), ou valeur mathématique, le résultat obtenu.

Actif net corrigé : Actif économique évalué en valeur d'usage – Dettes

- *Prise en compte de la fiscalité :*

Dans une évaluation visant une poursuite de l'exploitation comme c'est le cas dans le LBO, il faut aussi tenir compte des aspects fiscaux, dans la mesure où le processus d'évaluation mène le plus souvent à une acquisition de l'entreprise. L'acheteur acquiert des titres qui représentent indirectement les actifs de l'entreprise.

Dans le cas d'une entreprise en perte, il faut tenir compte de la valeur des reports fiscaux déficitaires pour les ajuster à l'actif net. Les déficits fiscaux cumulés hors bilan viendront diminuer l'impôt futur une fois que l'entreprise aura amélioré sa situation et sera redevenue bénéficiaire. L'acquéreur doit donc évaluer la valeur actuelle des déficits reportables<sup>15</sup>. Par exemple, un cumul de pertes fiscales reportables de 3 millions d'euros, si on retient un taux d'impôts de 33 1/3%, représente une valeur de 1 million d'euro à ajouter à l'ANC. Ce calcul peut être mené même en cas d'entreprises en perte dont la situation est définitivement compromise : des mécanismes fiscaux de transfert des déficits reportables permettant (sous condition) l'imputation de ceux-ci sur les bénéficiaires de l'acquéreur. Ainsi s'expliquent les cas de figure extrêmes où certaines entreprises totalement condamnées économiquement sont achetées pour la valeur des économies d'impôts issues de leurs déficits reportables.

#### C) Vers un consensus sur les méthodes ?

##### A) DCF et APV

Les études empiriques sur l'APV montrent avec des exemples chiffrés simplifiés que la valeur par l'APV est identique à la valeur par le CPMC quand ce dernier est correctement appliquée, c'est-à-dire lorsqu'elle tient compte des variations annuelles des composantes du taux d'actualisation.

Or, comme nous l'avons mis en lumière précédemment l'application correcte du CPMC dans le cadre d'un LBO est complexe, à l'inverse de l'APV.

---

<sup>15</sup> En France les déficits sont reportables au maximum pendant 5 ans (à l'exception des fractions correspondant à des amortissements).

Ainsi, l'APV consiste à mesurer explicitement la création de valeur qui résulte de la déductibilité des intérêts plutôt que de l'inclure dans le taux d'actualisation comme cela est fait avec le CMPC.

On dispose dès lors d'une mesure plus fiable et explicite du levier fiscal, particulièrement pertinente dans le cadre d'un LBO où ce levier peut être très élevé et fluctue dans le temps au fur et à mesure de la réduction de la dette.

L'application de l'APV permet de démontrer qu'un LBO est créateur de valeur (même si dans la suite du mémoire nous verrons que la principale création de valeur n'est pas fiscale) grâce à l'avantage fiscal retiré du levier financier. La mesure de cette création de valeur, appréhendée séparément, peut constituer un précieux outil d'analyse dans le cadre d'une acquisition pour établir le prix que l'investisseur en capital est susceptible de payer grâce au LBO. La méthode de l'APV parce qu'elle évalue séparément les sources de création de valeur permet en particulier de faire la comparaison entre la création de valeur liée au levier fiscal de l'investisseur financier et celle liée aux synergies de l'investisseur industriel.

B) La méthode patrimoniale et le LBO : une convergence du système comptable donnant plus de sens à la méthode ?

La focalisation sur les flux de trésorerie explique la préférence pour les méthodes valorisant les flux futurs, mais il est très bien possible que cette méthode reposant sur l'efficacité de la formalisation comptable ait plus de sens avec l'application des nouvelles normes comptables et une convergence des pratiques d'évaluation comme c'est aujourd'hui le cas en Amérique<sup>16</sup>.

► Des pratiques américaines structurées :

- Des normes comptables précises et réalistes sur la valeur (cf. « fair Value measurement » et la hiérarchie des valeurs).

- Une profession soucieuse de trouver un consensus sur la pratique de l'évaluation (ASA, standards propres à la profession...).

► Qui se diffusent progressivement en Europe

- La généralisation du concept de « fair value » marque l'irruption de l'évaluation dans la comptabilité ( IFRS3, IAS36) alors même que comptabilité et finance sont largement antinomiques.

---

<sup>16</sup> En France n'importe qui peut prétendre être évaluateur, il n'y a pas de réglementation spécifique à l'exercice de la profession d'évaluateur et la responsabilité de ce dernier en cas d'erreur grave d'évaluation n'est pas engagée.

- Convergence croissante des normes IFRS et US GAAP (ex : sortie simultanée de la révision de l'IFRS3 et du SFAS 141).

- Des initiatives d'organisation de la profession d'évaluateur encouragées par les autorités de marché (Société Française des évaluateurs).

► Aujourd'hui le défi est de pratiquer des évaluations qui :

- S'inscrivent dans le mouvement de convergence des normes comptables

- Et qui se rapprochent de la réalité opérationnelle et financière des entreprises.

Cette convergence de la comptabilité vers le concept de fair value engendrera sans doute plus de recours à la méthode patrimoniale lors de LBO, d'autant plus que la méthode patrimoniale est celle qui « protège » le plus les anciens actionnaires de la cible.

Pour conclure sur l'impact du LBO sur les méthodes d'évaluation il est important de dire que d'un point de vue théorique il ne devrait pas y avoir de préférence dans les méthodes de valorisation et que la meilleure évaluation demeure l'évaluation multicritères. Mais en pratique on observe une hiérarchisation. Un vendeur préfère généralement la méthode d'actualisation des flux de trésorerie car cette méthode est fondée sur un business plan souvent optimiste dans le but de « bien vendre ». L'acheteur fonde sa négociation sur les comparables pour justifier un prix plus bas qui ressort du DCF.

Mais plus l'on réfléchit à la question de la valeur, plus l'on se rend compte que le corpus de recherche scientifique est plus utilisé pour justifier un prix que l'on pense forcément « juste » mais qui reste critiquable.

Finalement le prix lors d'un LBO me rappelle les limites de l'efficacité des marchés<sup>17</sup> ; les réponses viennent sans doute de la finance comportementale (finalement c'est le poids dans la relation contractuelle qui va définir la « juste méthode » et donc le « juste prix »).

## II) Le LBO crée-t-il de la valeur ?

### A) La création de valeur dans les LBO

#### 1) Théorie de la création de valeur

La notion de création de valeur repose sur une approche contractuelle : les dirigeants sont mandatés par les actionnaires pour gérer les capitaux investis et détenus par ces

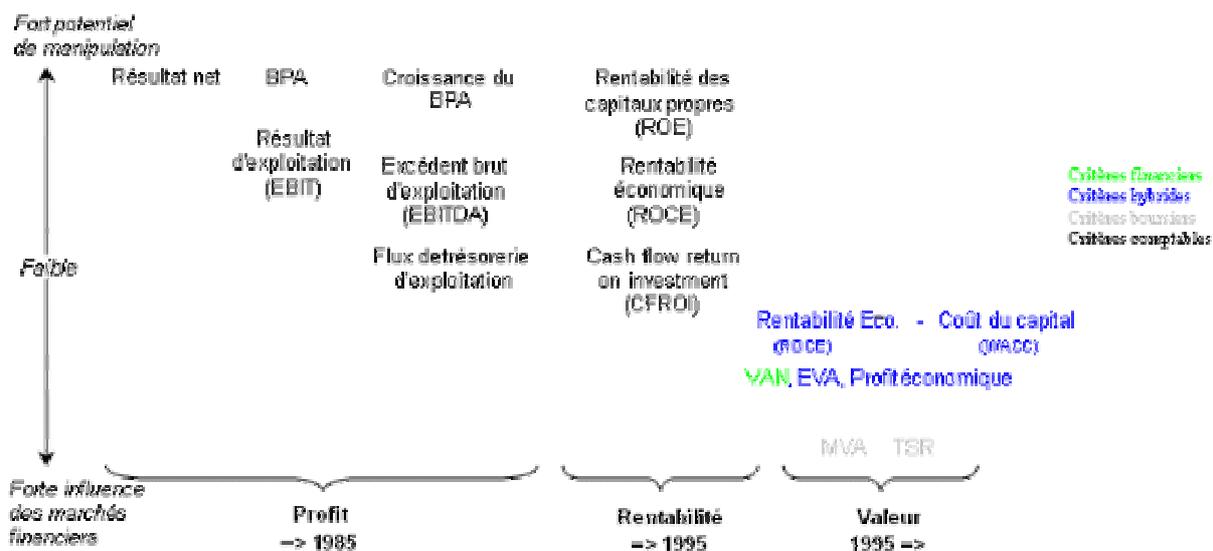
---

<sup>17</sup> Finalement personne ne connaît la valeur d'une action, tout ce que l'on sait c'est la valeur que le marché lui attribue avec tous les biais propres au fonctionnement du marché, pourquoi il n'en saurait pas de même pour la valeur de l'entreprise ?

derniers dans l'entreprise. La montée en puissance des investisseurs institutionnels a renforcé cette tendance et a amené les dirigeants à maximiser la valeur actionnariale : créer de la richesse pour les actionnaires. Concrètement le but est d'augmenter la valeur des titres composant le capital de la société afin que les propriétaires de ces actions, les actionnaires, puissent les revendre à un prix supérieur à leur acquisition<sup>18</sup>. Dans ce contexte la théorie du signal a montré que la distribution des dividendes aux actionnaires prouvait la volonté des dirigeants à maximiser la richesse des investisseurs.

La focalisation sur les performances financière résulte de la pression croissante du marché financier sur les entreprises<sup>19</sup>. Aujourd'hui l'on a tendance à penser en terme d'analyse financière plutôt que d'analyse stratégique.

Le développement de la notion de création de valeur est dû à différents éléments. On a d'abord assisté à une forte hausse des taux d'intérêts réels dans les années 1980 ce qui a provoqué une concurrence accrue entre les agents publics et privés sur les marchés de capitaux. Face à un contexte de déréglementation financière et à une libéralisation de l'accès aux marchés, emportées dans l'internationalisation croissante des économies, les entreprises sont devenues plus concurrentielles et les levées de capitaux sur les marchés ont été de plus en plus conditionnées par les performances des sociétés.



Pour en revenir aux LBO, on peut dire que ces opérations sont directement liées au critère de l'EVA. En effet, les LBO s'appliquent à des entreprises générant du Free Cash Flow c'est-à-dire « des flux de trésorerie d'exploitation positifs après financement de tous les projets créateurs de valeur ».

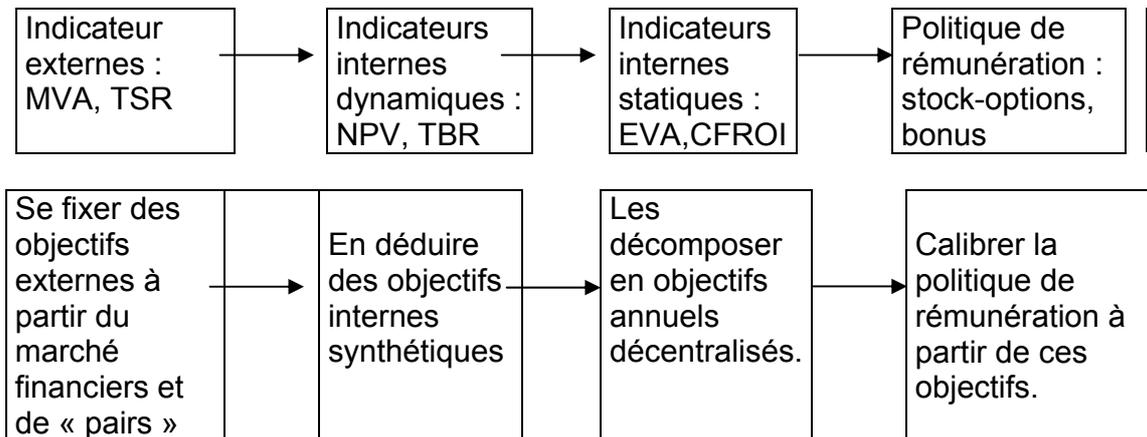
<sup>18</sup> Au départ l'on signe toujours pour les plus values...

<sup>19</sup> Ce que l'on appelle Consensus de marché, un vaste vocable cachant analystes, attentes des actionnaires et autres fonds de pension.....

Comment créer de la valeur ?

L'objectif de toute entreprise est de créer de la valeur, c'est-à-dire d'être capable de réaliser un investissement dont le taux de rentabilité dégagé est supérieur au taux de rentabilité exigé compte tenu du risque. Mais la création de valeur n'est pas la simple conséquence d'un calcul de rentabilité. Elle a un fondement économique et résulte de la stratégie de l'entreprise : un investissement est rentable quand il accroît la valeur de l'actif économique.

Au sein d'une société on peut schématiser le mécanisme de création de valeur de la façon suivante :



D'après la théorie financière, il existe un lien direct entre les indicateurs externes tels que la capitalisation boursière, et les indicateurs internes comme les cash-flows actualisés. Ainsi pour maximiser la valeur pour l'actionnaire, l'entreprise doit rechercher la maximisation de sa valeur en interne et donc sur la base de critère de performance interne.

Pour créer de la valeur, il faut reconnaître que le capital a un coût. Les fonds propres ne sont pas une ressource gratuite. Parce que les actions constituent un actif risqué, leurs détenteurs demandent un taux de rendement élevé. Si le capital n'est pas correctement rémunéré, il se réallouera vers d'autres secteurs susceptibles de lui fournir un rendement plus élevé. Minimiser le coût de son capital en faisant appel à l'endettement plutôt qu'aux fonds propre peut constituer un stratégie judicieuse, la dette coûtant le plus souvent moins cher que ces derniers, les intérêts étant fiscalement déductibles. La réduction d'impôt est une forme de création de valeur pour les pourvoyeurs de fonds. Mais en fait le choix de l'investissement sera plus important que celui du financement car les marchés financiers sont liquides et les déséquilibres ne durent pas alors qu'une stratégie adaptée (Van positive) peut permettre de dégager une rentabilité exigée

compte tenu du risque. Si une entreprise n'a pas d'emplois dont le rendement soit supérieur au coût des ressources (fonds propres et dettes), il ne faut pas qu'elle cherche à investir ou à se diversifier de façons non optimales.

Nous allons présenter maintenant les faits chiffrés en terme de création de valeur puis nous tenterons d'expliquer les déterminants de cette création de valeur dans les LBO.

## 2) Les performances des investisseurs

Comment les investisseurs apprécient-ils leurs gains ?

Les investisseurs cherchent bien sûr à rentabiliser leur investissement dans une opération de LBO via un TIR élevé. La rentabilité des fonds suit globalement les cycles des marchés boursiers : la rentabilité supérieure des fonds comparativement aux indices boursiers s'explique en grande partie par le risque plus important. Notons que la performance des gros fonds est plus élevée que celle des fonds plus petits ; ceci se justifie notamment par leur capacité à diversifier de manière plus importante leurs investissements, ce qui leur permet de réduire le risque diversifiable qui n'est pas rémunéré en finance.

D'un point de vue théorique le TRI est « le taux d'actualisation particulier qui permet l'égalité entre la valeur actuelle des sommes reçues dans le cadre de l'investissement et la valeur actuelle des sommes versées pour le réaliser ». Le niveau moyen recherché pour un TRI varie en fonction des taux monétaires sur le marché. Par exemple pour des taux monétaires sans risque autour de 5%, l'investisseur anticipera un TRI de 20% par an.

Quid du partage de la valeur ?

Même si, on l'a déjà évoqué dans notre première partie, les techniques de valorisation sont diverses et variées, la mise en place de dispositifs contractuels permet une certaine uniformisation dans les pratiques. Ainsi les clauses d'audit et de gestion sont devenues une étape normale du processus d'une opération de LBO. Mais ce qui est moins cadré reste le partage de la valeur et de la performance à la suite de la sortie du montage.

Les investisseurs protègent naturellement le TRI issu de l'opération et mettent en place des mécanismes permettant des ajustements : BSA, obligations convertibles...

Pendant longtemps les investisseurs ont rétrocédé aux managers une part de capital supplémentaire en fonction des résultats financiers de la cible. Mais un tel système présente des effets pervers qui ont amené à utiliser d'autres pratiques. En effet pour gonfler les résultats les managers peuvent « omettre » de passer des provisions par exemple<sup>20</sup>. Donc les investisseurs préfèrent aujourd'hui se baser sur le critère du ROI qui permet de rémunérer les managers à la fin de l'opération en relation directe avec la qualité et la réussite de la sortie.

Prenons un exemple concret d'une entreprise valant 200M d'euros avec le montage suivant :

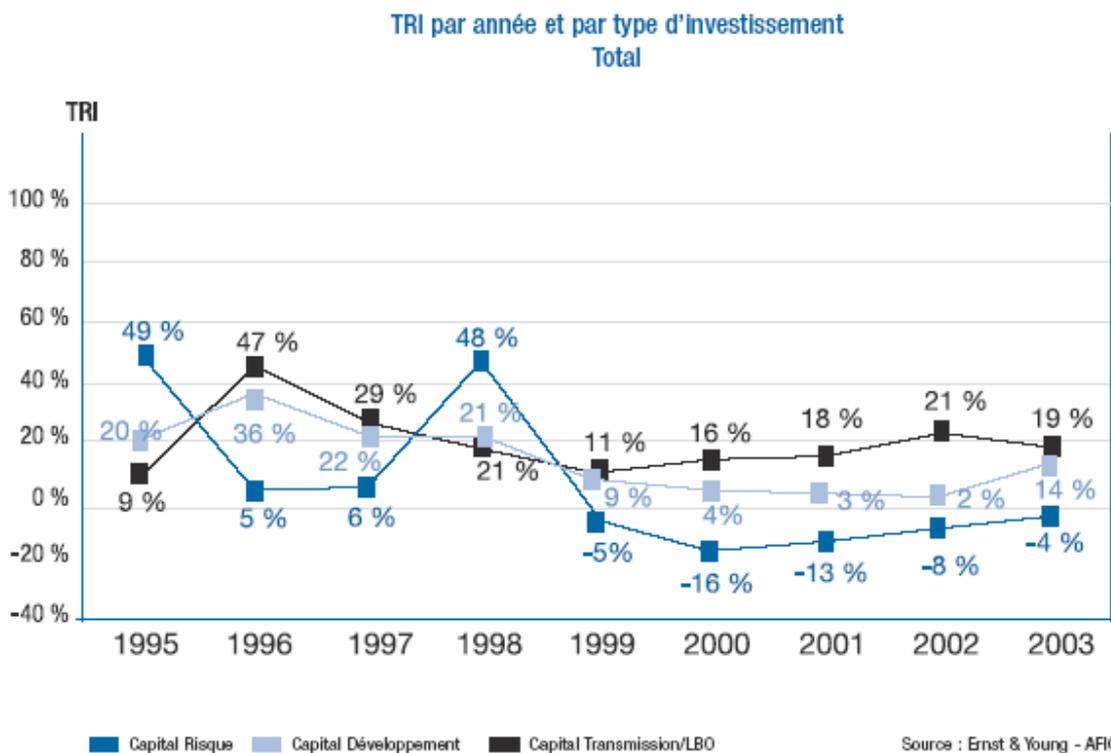
- dette senior + mezzanine : 100 M d'euros

---

<sup>20</sup> Ces dernières années ont montré combien certains pouvaient se révéler être créatif d'un point de vue comptable...

- fonds propres (25 M apportés par les managers, 25M apportés par les investisseurs): 50 M
  - obligations convertibles intégralement souscrites par les investisseurs : 50M
- C'est ce que l'on appelle un sweat equity qui va s'exercer lors de la sortie des investisseurs en fonction d'un TRI « pivot » et de parités de conversion des OC définis à l'avance :
- Si le TRI est supérieur à 30% par exemple, les investisseurs ne convertiront pas leur OC et elles seront intégralement remboursées grâce au produit de la cession. Ainsi les managers obtiennent 50% des plus-values.
  - Si le TRI est inférieur à 20% les OC sont intégralement converties et les financiers reprennent le contrôle (75%), sanctionnant la non obtention des résultats.
  - Enfin entre 20 et 30% de TRI, les OC sont converties en partie de manière dégressive permettant un partage progressif de la plus-values. Les managers obtiennent donc au minimum 25% et au maximum 50%.

Les résultats empiriques



Source : Rapport sur la performance du Capital Investissement en France - Année 2004 - Etude AFIC et Ernst & Young

**Ce graphique montre que les TRI les plus élevés du capital investissement sont réalisés par les opérations de LBO.**

Il est manifeste que depuis 1998 le LBO domine les opérations de capital risque et de capital développement en terme de taux de rendement.

TRI Brut des investissements cumulés réalisés depuis 2000, mesuré au 31/12/2004

TRI À 5 ANS (Montants en M€)	TOTAL			EN PORTEFEUILLE			SORTIES DE PORTEFEUILLE		
	Montants Investis	TRI 2004	TRI 2003	Montants Investis	TRI 2004	TRI 2003	Montants Investis	TRI 2004	TRI 2003
TRI Global	12 213	12,1 %	10,7 %	10 424	9,5 %	6,5 %	1 789	23,1 %	27,5 %
Capital Risque	1 931	-14,8 %	-11,6 %	1 575	-13,3 %	-10,6 %	356	-26,5 %	-22,6 %
Capital Développement	1 847	5,7 %	3,1 %	1 411	1,4 %	1,0 %	436	18,0 %	17,7 %
Capital Transmission/LBO	8 158	20,4 %	19,4 %	7 201	17,0 %	14,2 %	957	35,2 %	33,8 %
Autres	278	8,5 %	6,2 %	237	6,2 %	-1,7 %	40	19,4 %	64,4 %

Source : Ernst & Young - AFIC

A fin 2004, le TRI brut des investissements cumulés de 2000 à 2004 est de 12,1 % contre 10,7 % pour le TRI des investissements réalisés entre 1999 et 2003, mesuré à fin 2003, soit une progression de 1,4 points.

Le TRI global est essentiellement tiré par le Capital Transmission / LBO dont la performance est supérieure à la moyenne de la profession en 2004 et de 1 point supérieur aux résultats obtenus en 2003. L'impact de cette performance est d'autant plus significatif que le Capital Transmission / LBO représente près de 67 % des montants investis sur la période.

**L'écart entre le TRI des sorties et le TRI des entreprises encore en portefeuille est particulièrement significatif, quel que soit le type d'investissement.**

Ces résultats montrent que les TIR les plus élevés du capital investissement sont réalisés sur les opérations de LBO ; en parallèle les performances économiques de la cible augmentent après un montage LBO.

Il y'a donc pour les investisseurs une corrélation positive « assurée » entre rentabilité et croissance de l'entreprise.

Comment se reflète cette performance de la société cible post LBO ?

Chez les dirigeants

Pour les dirigeants de la cible le but du LBO est d'accroître la performance globale de l'entreprise : croissance, exploitation.

Contrairement aux investisseurs qui sortent rapidement du montage, les managers se focalisent sur la santé de la société plutôt que sur le rendement par action même si les deux sont fortement liées.

Le TIR dégage à la sortie d'une opération de Buy Out n'est pas uniquement fonction du levier d'endettement ; il va bien sûr dépendre également d'autres leviers tels que la productivité, le capital humain...

En 1989 Kaplan a montré l'effet opérationnel des LBO, directement lié aux caractéristiques de l'entreprise. On a pu constater que les LBO présentaient une meilleure productivité. Après les années 1980 les opérations sont devenues plus risquées mais d'autres études ont confirmé celle de Kaplan. Notamment celle d'Opler en 1992 sur les vingt plus « gros » LBO américains. Les résultats sont les suivants :

- Augmentation du ratio EBE/ventes dans les deux ans suivant le LBO
- Augmentation du ratio EBE/Nombres d'employés
- Neutralité sur les dépenses de recherche et développement<sup>21</sup>
- Baisse significative des dépenses d'investissement.

Récemment AL Le naudant a réalisé une étude sur le marché français portant sur d'autres indicateurs pour mettre en lumière la performance de la cible. Elle s'est intéressée à des indicateurs de performances comptables (ce qui est pertinent car un très petit nombre de LBO ont été réalisés sur des sociétés cotées) de cibles entre 1992 et 1995.

L'ETE :

L'ETE doit couvrir les remboursements de la dette, les frais financiers, l'IS et la distribution de dividendes. Il semble donc tout à fait adapté pour mesurer la performance post-LBO et on s'attend à ce qu'il augmente. Les résultats de l'étude du marché français ne parviennent pas aux mêmes conclusions que les américaines. **On n'observe pas de performance d'exploitation accrue.**

En fait l'ETE/CA augmente juste avant l'opération ce qui suggère que des efforts aient été réalisés juste avant le LBO pour mieux valoriser l'actif.

Dépense d'investissement :

Grâce à une meilleure utilisation des cash flow et d'une gestion plus rigoureuse<sup>22</sup> les dépenses d'investissement devraient diminuer, ce qui semble être vérifié après l'opération mais également avant. Finalement aucun résultat n'est vraiment significatif.

Ratios d'exploitation :

D'autres variables ont été testées : CA, BFR, BFR/CA, taux de marge (VA/CA ; EBE/CA). Les résultats confirment l'augmentation du CA et donc des performances

---

<sup>21</sup> Ce qui est un indicateur important, la recherche d'aujourd'hui permettant le succès voir la survie de demain.

<sup>22</sup> Nous verrons plus loin que cela s'appuie sur la théorie des Free Cash Flow et des coûts d'agence.

commerciales. Le BFR s'accroît fortement (+ 10,04% par rapport aux sociétés du secteur) du fait de l'augmentation du CA. Mais on remarque que le BFR augmente plus vite que le CA ce qui semble montrer que l'activité n'est pas totalement maîtrisée. Il semble que cette variation du BFR provient de l'augmentation des créances clients et de l'augmentation des délais de paiement. En ce qui concerne les taux de marge les résultats tendent à montrer une baisse de performance, ce qui in fine ne permet pas d'affirmer que les LBO utilisent mieux leur outil industriel.

Il est intéressant de voir que les résultats français sont en contradiction avec les américains. On pourrait chercher à se pencher plus précisément sur ce constat, mais l'auteur précise déjà que ces différences peuvent s'expliquer par la motivation initiale au LBO (transmission, ingénierie financière, cession de filiale..) qui va avoir un impact direct sur la performance.

Résultats empiriques en annexe du mémoire.

Le corpus des études empiriques montre qu'il existe une certaine convergence sur l'impact du LBO sur la performance de l'entreprise, il convient donc de s'interroger sur ce qui détermine ce supplément de valeur dans les LBO.

Pour aller plus loin dans la compréhension des bénéfices des opérations de LBO il faut se poser la question de savoir s'il faut analyser la création de valeur sous le seul prisme financier.

En effet je peux paraître « naïf » en disant que l'entreprise est avant tout un regroupement d'Hommes sans qui les performances financière n'existent pas mais je pense que l'impact financier des LBO n'est qu'indirect et que l'impact direct se situe plutôt sur la qualité de la gestion opérationnelle.

L'amélioration de la gestion et du contrôle est sous jacente à l'amélioration des performances.

Sur ce qu'il est à la mode d'appeler les parties prenantes (Freeman) : salariés, clients, fournisseurs le LBO a un impact important. Il est donc légitime de s'interroger sur le sort de ces intéressés suite au LBO et de l'impact sur les différentes relations.

Les prêteurs seniors engagés dans le montage ont naturellement une relation privilégiée avec l'entreprise. Mais il semble que les banquiers de la dette court terme qui finance les stocks soient quant à eux plutôt réticents face au risque. En cas de difficultés les banquiers seniors peuvent se substituer aux autres, si ce n'est pas déjà le cas au départ.

En ce qui concerne les relations avec les autres partenaires le LBO a un effet neutre du moment que celui-ci est transparent.

Sur l'emploi et la formation il apparaît que les LBO ont un effet positif sur la croissance de l'emploi. Les opérations génèrent finalement une dynamique de développement. Comme l'entreprise est « contrainte » de se développer pour assurer le succès du montage, la croissance de l'emploi et ensuite la formation suit naturellement.

L'obligation de résultat sous tendant le montage contribue en quelque sorte à reconstituer le carré magique de Kaldor à l'échelle de l'entreprise.

Nous venons d'étudier les conséquences des opérations de LBO, il faut maintenant se pencher sur ce qui détermine finalement la création de valeur au sens strict.

## B) Les déterminants de la valeur dans les LBO

Nous allons montrer que l'endettement élevé, la pression des investisseurs et la participation des managers au capital sont autant d'éléments qui influencent positivement le développement de la cible.

### Le poids de la dette

L'effet de levier dû à l'endettement ne concerne pas toute l'entreprise mais uniquement les capitaux propres. En fait lorsque le taux d'endettement augmente deux phénomènes se produisent :

- 1) L'espérance de rendement des capitaux propres augmente
- 2) Le risque total et non diversifiable de ces capitaux propres augmente.

In fine ces deux événements se compensent et laissent la valeur de l'entreprise inchangée<sup>23</sup>. Ainsi l'effet de levier n'a pas d'effet mécanique sur la création de valeur mis à part l'impact de la fiscalité sur le coût de la dette.

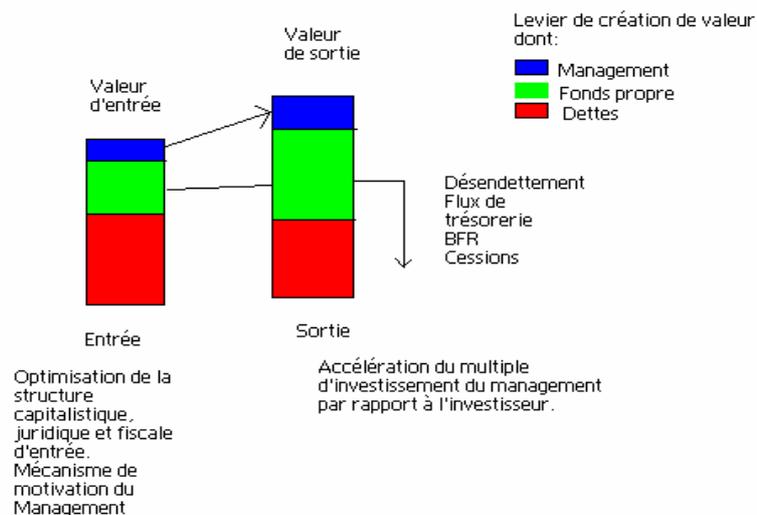
Dans quelle mesure l'effet de levier agit-il sur la croissance de la cible ?

On comprend qu'il existe un lien entre la dette, l'investissement et la croissance. L'endettement peut indirectement être à l'origine des performances de la cible. Mais la question que l'on doit se poser ici est la suivante : Le développement économique de la cible résulte-t-il des effets de levier ou plutôt d'une modification stratégique de l'entreprise ?

En effet des opérations à fort effet de levier entraînent une modification de la stratégie pour l'entreprise. Face à des dettes élevées la cible doit trouver du cash pour honorer le service de l'emprunt : il y a remise en cause de la stratégie pour être plus rentable. Ces aspects seront détaillés dans le prochain paragraphe ; mais nous pouvons déjà présenter le mécanisme de création de valeur dans une opération LBO.

---

<sup>23</sup> Qui fait de dettes ne s'enrichit pas (parfois la finance est simple).



Source : Leverage Buy Out : aspects financiers, Monder Chérif

La dette joue à ici une fonction disciplinaire puisqu'elle limite la dilution du contrôle des repreneurs (recours à l'endettement plutôt qu'à l'ouverture de capital) et crée une obligation de résultat plus forte que la distribution de dividendes par la contrainte des échéances de remboursement de la dette.

De l'existence du levier optimal

Nous avons vu qu'un équilibre financier se créait entre investisseurs et banques, chacun cherchant à limiter ses risques. Mais la banque ne doit pas être amenée à se confondre avec l'investisseur : accepter un levier trop important reviendrait à prendre un risque d'actionnaire sans pouvoir en espérer la rémunération. Le niveau d'endettement est calculé par les investisseurs de façon optimale ; niveau directement lié aux caractéristiques de la société cible et notamment à sa capacité distributrice<sup>24</sup>.

Il n'existe donc pas de règle en ce qui concerne le levier optimum : il dépendra de la cible mais également de la négociation (finance comportementale). Le levier va donc s'établir au point d'équilibre des intérêts divergents des investisseurs et des banques.

Nous avons évoqué le pouvoir disciplinant de la dette, revenons plus précisément sur la théorie de l'agence.

La théorie de l'agence et des free cash Flow

Finalement la discipline induite par le montage LBO fait référence à la théorie de l'agence. Au sein de l'entreprise managériale, où le capital est atomisé, il existe des conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants car il y'a séparation de la

<sup>24</sup> Que les méthodes d'évaluations axés sur les Cash flow cherchent à cerner.

propriété de la société et de sa gestion. Ainsi les dirigeants ne supportent pas directement les conséquences de leur mauvaise gestion et de leurs excès. De plus dans les sociétés avec du Free cash flow en abondance et des occasions d'investissement rentable plutôt rares, les dirigeants auront tendance à faire passer leurs intérêts avant ceux des actionnaires en « gaspillant » les liquidités au lieu d'augmenter le dividende versé aux actionnaires. Ces divergences d'intérêts provoquent donc des coûts, appelés coûts d'agence des fonds propres qui peuvent être mesurés en faisant la différence de la valeur de marché de la société possédée à 95% par les dirigeants et la valeur de marché de la société au capital dispersé.

On comprend qu'il est quasiment impossible pour un actionnariat dispersé de contrôler la façon de gérer des dirigeants<sup>25</sup>. Mais il existe tout de même un moyen de réduire les coûts d'agence des fonds propres : l'endettement. En effet la dette contraint les dirigeants à une discipline beaucoup plus stricte et le risque de faillite est un des éléments dissuasifs. On observe alors deux phénomènes qui augmentent la valeur de l'entreprise : d'une part les contraintes de la dette réduisent les coûts d'agence ; d'autre part les investisseurs sont prêts à payer plus chère une firme endettée ce qui accroît son cours.

Dans le principe du LBO un petit nombre d'investisseurs acquièrent, grâce à un endettement très important, des firmes à actionnariat très dispersé, arrivées à maturité et générant du free cash flow. Ces entreprises ont donc des coûts d'agence des fonds propres conséquents, que le LBO permet de réduire. C'est à ce niveau que l'endettement dans les LBO permet de réduire les conflits : les Free Cash Flow sont utilisés, par la force des choses, au remboursement de la dette et limitent abus et gaspillage.

### C) Une amélioration de l'équation Humaine

Les relations investisseurs/managers influencent donc la valeur de la cible

Finalement on comprend que certains éléments motivent réellement les managers à maximiser la valeur de la société. En fait le succès d'un LBO repose principalement sur la qualité des managers et des relations qu'ils entretiennent avec les investisseurs qui sont des partenaires actifs (supervision, conseil, réflexion stratégique..). Les fonds d'investissement sont présent au conseil d'administration et gèrent les conflits d'intérêt.

L'organisation capitaliste des LBO renvoie aux théories de Jensen de 1986 concernant les free cash flow que l'on vient d'analyser. Les LBO renforcent le lien entre les dirigeants et les investisseurs. Des conflits peuvent être visibles quand il s'agit de gérer les free cash flow, liquidités en excès qui « doivent » être redistribuées aux actionnaires sous forme de dividende plutôt que retenues dans l'entreprise puisque par définition tous les projets d'investissement rentables ont été financés. Mais dans de nombreuses sociétés les managers préfèrent conserver cet excédent de trésorerie pour préserver leur autonomie vis-à-vis des marchés et prêteurs.

Le recours à l'endettement permet donc de diminuer les cout d'agence ce qui explique l'augmentation de la valeur de la cible dans une opération de LBO. A cela s'ajoute un

---

<sup>25</sup> Ainsi Messier lors de son « règne » sur Vivendi a profité de l'éclatement de l'actionnariat.

autre phénomène, celui de l'implication des managers qui d'ailleurs permet de réduire le niveau d'endettement (gearing) de sorte que le montage ne soit pas trop tendu ni risqué. Tout est question d'équilibre.

Une nouvelle implication des managers dans les LMBO

Nouvelle situation, nouvelles responsabilités, nouvelles motivations.

En moyenne les dirigeants pèsent 20% dans le capital des entreprises reprises en LBO. Une étude de LEK consulting en partenariat avec L'AFIC montre que « la participation des dirigeants au capital modifie profondément leur relation avec l'entreprise ». Finalement les dirigeants se sentent actifs et plus responsables et pour bon nombre d'entre eux l'opération a été vue comme une libération :

« Le LBO nous a permis de renouer avec un certain esprit pionner (...) L'entreprise a ainsi trouvé un second souffle grâce à la reprise de son développement »

« La société souffrait d'un sous investissement chronique et avait besoin de rénovation (...) Sans le LBO notre activité aurait probablement continué à diminuer et aurait vraisemblablement fini par atteindre un point de non retour.. »

Les dirigeants interrogés ont cité un grand nombre d'avantages relatifs aux LBO qui favorisent la création de valeur. En premier lieu le LBO s'accompagne de méthodes de gestion plus rigoureuse et mieux adaptées. En effet les investisseurs, eux aussi très impliqués, exigent souvent la mise en place d'outils d'optimisation de la gestion, plus pointues, plus ciblés afin de prendre conscience de nouveaux aspects et d'étendre la vision sur le long terme. Les objectifs fixés sont également plus ambitieux ce qui pousse la croissance vers le haut.

Le LBO permet donc de changer les mentalités et apporte une motivation sans précédent. 70% des dirigeants considèrent que l'opération de Buy Out leurs a permis d'améliorer leurs compétences managériales. Ils ont en effet un réel pouvoir de décision ; ils se retrouvent face à des exigences plus nombreuses et sont de ce fait plus exigeants avec eux-mêmes. Bien sûr cela demande un certain nombre d'efforts car le succès de l'opération dépend en partie de leur adaptation au changement, à de nouvelles techniques et méthodes.

En fait le LBO permet de réaliser des opérations inenvisageables avec l'actionariat précédent, d'anticiper les besoins et de mener des actions stratégiques spécifiques.

La véritable création de valeur des LBO n'est donc ni fiscale ni comptable (effet de levier de l'endettement), mais opérationnelle et organisationnelle. On a vu (cf annexe) que de nombreuses recherches académiques ont démontré que les sociétés en LBO avaient des performances opérationnelles nettement supérieures aux autres entreprises du même secteur. D'un part le poids de la dette agit comme une contrainte forte sur l'équipe de direction

parallèlement associé au capital et d'autre part la présence des investisseurs est un moteur à travers une pression motivante mais également de contraintes qui restructurent positivement la société.

Pour conclure je dirais que le LBO a un impact sur la performance de la cible et donc sur la valeur de cette dernière, mais que l'impact du LBO sur les méthodes d'évaluations est lui beaucoup plus trouble car reposant plus sur un « détournement » des techniques visant faire de l'évaluation non pas une étape du processus de négociation mais une négociation à part entière. Ce qui souligne le besoin de réglementation autour du métier d'évaluateur.