

## Débat sur les LBO

Cette note n'a d'autre but que de synthétiser le débat actuel sur les LBO<sup>1</sup>. Celui-ci peut être organisé autour de quatre thèmes :

- Les LBO sont rendus possibles par deux dérogations aux principes fondamentaux du droit commercial et du droit fiscal
- Les LBO répondent à un besoin de circulation du capital des entreprises
- Les LBO entraînent une mise sous tutelle du management des entreprises cibles et une fragilisation de leur situation financière
- L'existence éventuelle d'un risque systémique provoqué par la multiplication des LBO est en débat

### **I- Le mécanisme des LBO repose sur une dérogation aux principes du droit commercial et du droit fiscal.**

Les LBO sont construits sur un double effet de levier, financier et fiscal. Le levier financier permet aux fonds, avec un investissement sans rapport avec la valeur de la société cible, d'en prendre le contrôle et d'en obtenir un rendement d'autant plus important que la société cible est endettée (pour autant que sa rentabilité reste supérieure au coût de sa dette). Le levier fiscal amplifie les effets du levier financier, en autorisant la déductibilité des dividendes de la base imposable sous condition que le holding de reprise contrôle au moins 95% de la société cible. Cette règle de l'intégration fiscale avait été conçue à l'origine dans un but exclusif de neutralité fiscale afin de rendre le montant de l'impôt sur les sociétés indépendant du mode d'organisation de l'entreprise (entreprise unique ou organisation en sociétés mère et filiale) ; elle n'avait pas pour but d'alléger le coût des emprunts supportés par les repreneurs de la société cible, ce qui a été autorisé par l'Administration fiscale dans le cas des montages LBO.

Par ailleurs, le mécanisme des LBO oblige, in fine, la société cible à rembourser, au moyen du versement de dividendes au holding de reprise, la dette qui a financé son acquisition par les nouveaux actionnaires. Or le droit commercial pose l'interdiction de principe de " l'acquisition à soi même", c'est à dire qu'il interdit à une société de racheter ses propres actions car, ce faisant, il rendrait son propre capital fictif, ce qui compromet la sécurité de ses créanciers. Hormis les LBO, seules quelques dérogations avaient été admises, notamment pour permettre la régularisation des cours boursiers, mais elles étaient d'ampleur limitée et entraînaient en général l'interdiction de la rémunération des actions ainsi acquises.

S'il est exact de constater que l'existence des LBO n'est pas due à un texte juridique spécifique, il n'en reste pas moins vrai qu'elle n'est pas un pur produit de l'inventivité des

---

<sup>1</sup> La présente note reprend pour l'essentiel une intervention effectuée lors du dîner-débat organisé par Lasaire le 29 avril 2007. Cette intervention faisait suite à la présentation par M. Moulard des fonds LBO situés parmi les différents types de fonds, qu'il s'agisse de fonds spéculatifs (notamment des hedge funds) ou des fonds de capital investissement. La présente note ne reprend pas la description des mécanismes des LBO désormais connus.

financiers et qu'elle a été au moins facilitée par une interprétation favorable du droit des sociétés et du droit fiscal.

## **II- Les LBO répondent à un besoin de circulation du capital des entreprises.**

Ce besoin est reconnu en France depuis plus de 20 ans : L'ancêtre du LBO est en effet le RES (Reprise de l'Entreprise par les Salariés), créé en 1984 afin de permettre aux salariés des entreprises dont les propriétaires souhaitaient céder leur participation, d'en devenir collectivement actionnaires. Il s'agissait alors de faciliter la transmission des entreprises, tout en excluant leur contrôle par un seul salarié (un salarié ne pouvait devenir actionnaire majoritaire). Les avantages fiscaux et le privilège d'acquisition au profit exclusif des seuls salariés de l'entreprise ont été progressivement érodés puis supprimés et, à partir de 1995, le modèle anglo-saxon du LBO est devenu un des moyen de référence pour assurer la transmission des entreprises au profit d'une nouvelle équipe managériale, issue ou non de l'entreprise.

Ce problème de la transmission du capital concernait, jusqu'à une période récente, presque exclusivement des entreprises petites et moyennes et surtout non cotées, car, pour les grandes entreprises, la Bourse semblait le moyen naturel de circulation des droits de propriété. Les organisations professionnelles qui représentaient les sociétés d'investissement classaient d'ailleurs les activités de LBO parmi celles du "private equity" (actions non cotées). Dans le courant des années 1990, aux Etats Unis d'abord, puis en Europe ensuite, les sociétés cotées sont à leur tour devenues des cibles, évolution permise à la fois par l'abondance des capitaux disposés à s'investir dans ces opérations (le montant du plus gros LBO réalisé à ce jour aux Etats Unis dépasse 44 milliards de dollars), et aussi parce que la technique du LBO est apparue comme une alternative séduisante pour les investisseurs à celle de l'OPA. Le LBO, en réglant ex ante la désignation de l'équipe dirigeante et surtout la composition de l'actionnariat est en effet moins risqué qu'une OPA qui peut permettre à des actionnaires minoritaires non désirés de se maintenir au côté de l'initiateur de l'OPA. On estime ainsi qu'en France, le tiers des sociétés du CAC 40 serait considéré par les fonds comme des cibles potentielles pour des opérations de LBO.

## **III- Les fonds LBO mettent sous tutelle le management des entreprises qu'elles acquièrent et tendent à les fragiliser par un endettement important.**

On a vu que le mécanisme de l'effet de levier incite les fonds LBO à endetter les sociétés cibles au maximum sans les exposer à un risque de défaut excessif. Le montage d'un LBO est donc par nature un montage au "fil du rasoir" : L'intérêt du fonds est de saturer la capacité de remboursement de la société cible, tout en préservant son profil de rentabilité, gage de la plus value espérée lors de la sortie du fonds.

S'arrêter à cet aspect des pratiques des fonds LBO ne permet pas de comprendre le débat actuel sur leur éventuel encadrement. En pratique, le fonctionnement du marché des LBO conduit les fonds à prendre des risques qui sont supportés non seulement par les investisseurs, mais surtout par les sociétés cibles. En effet, les fonds n'ont pas vocation à conserver leurs participations au-delà de 3 ou 4 ans. Or du fait de l'incomplétude des marchés boursiers, les cessions de participation se font rarement en bourse (le marché des petites et moyennes capitalisations est peu dynamique). Deux autres possibilités de sortie restent disponibles : soit la vente de la société cible à un industriel, mais cette option ne recueille pas souvent l'adhésion des dirigeants de la société cible et surtout n'offre que des perspectives de plus

value limitées, soit, seule issue restante, la cession à un autre fonds LBO. Actuellement, 40% des sorties s'effectuent selon cette dernière modalité.

Ces LBO secondaires interviennent alors que la dette du LBO primaire, d'une maturité de 7 à 10 ans, n'est pas encore remboursée ; le nouveau LBO va donc accroître l'endettement de la société cible, et la fragiliser encore plus. Certaines entreprises ont ainsi fait l'objet de 4 à 5 LBO secondaires successifs, assurant la fortune de leur équipe de direction au prix d'un risque financier considérable pour les investisseurs et surtout pour la société cible qui doit à tout prix assurer le remboursement de sa dette. La fiscalité des plus values, qui constituent l'essentiel du revenu de l'équipe managériale, joue un rôle incitatif important à la réalisation de ces cascades de LBO : les plus values réalisées ainsi ne sont pas imposées en tant que revenu mais au taux de 17% (taux des plus values), et si les actions acquises par l'équipe dirigeante sont logés dans un PEA, elles ne sont alors taxés qu'au taux de 11%....

La multiplication des LBO secondaires évoque le même mécanisme de bulle financière que celui qui a été à l'origine de la crise immobilière des années 1990, période où les ventes entre marchands de biens ont soutenu artificiellement les prix immobiliers. L'augmentation de l'endettement des sociétés cibles est soulignée par les agences de notation ; selon Standard and Poor's, alors qu'en 2000, il ne représentait que 3,5 fois l'EBITDA (notion voisine de l'excédent brut d'exploitation), en 2006, il atteignait 6,5 fois l'EBITDA. Les montages où les fonds propres représentent moins de 20% de la dette ne sont plus exceptionnels. En deux ans, la notation moyenne des entreprises sous LBO est ainsi passée dans la catégorie des investissements dits spéculatifs ("non investment grade"), de BB à B. Cette fragilisation des sociétés sous LBO n'est pas de nature à faciliter leur introduction en bourse, et en renforçant l'attrait des LBO secondaires, contribue à renforcer le risque de bulle spéculative.

Au total, force est de constater que si le mécanisme des LBO est une réponse au besoin incontestable de faciliter la circulation de la propriété des entreprises, il est à l'origine de deux types d'effets pervers : il tend à dissocier les intérêts de l'équipe dirigeante de ceux de l'entreprise en général, de ses salariés en particulier, et il alimente le risque de formation d'une bulle spéculative.

#### **IV- Les LBO font-ils courir à l'économie un risque systémique?**

Alors que la contribution des hedge funds à l'existence d'un risque systémique est de moins en moins contestée, notamment par les autorités de régulation des marchés financiers et par les banques centrales (y compris par la Banque Centrale Européenne), le rôle des fonds LBO est en débat. Les études qui contestent ce risque avancent deux arguments: d'une part le poids des fonds LBO dans l'économie serait encore insuffisant pour alimenter ce risque, et, d'autre part, les banques, qui sont les principales créancières des entreprises sous LBO, sont elles même soumises à un contrôle prudentiel qui borne le risque d'une croissance exponentielle de l'endettement. Le développement du marché des LBO et l'évolution des montages financiers affaiblissent la pertinence de ces deux arguments

En effet, la valeur de l'ensemble des entreprises acquises par la technique des LBO a été multipliée en France par 2,5 au cours des 4 dernières années, atteignant en 2006 31,2 Md € pour 215 opérations. 1500 entreprises seraient actuellement sous LBO, et leur effectif représenterait 6% environ de l'effectif des entreprises. Il devient donc de plus en plus difficile de considérer cette technique financière comme marginale, d'autant que, sauf éclatement de la

bulle spéculative, ce qui ne semble pas imminent, tout les indicateurs semblent indiquer que cette croissance extrêmement rapide devrait se poursuivre.

Par ailleurs, l'évolution des montages financiers, de plus en plus calqués sur le modèle anglo-saxon, tend à amoindrir la fonction de discipline financière exercée par les banques. Celles-ci portent de moins en moins la dette d'acquisition qui est titrisée (au moins sous forme de dérivés de crédit) auprès de fonds spécialisés. De plus cette dette comporte, lors de son montage, de moins en moins de dette senior (dette bancaire classique qui plafonne à 3 ou 4 fois l'EBITDA), et de plus en plus de dette junior (intermédiaire entre les fonds propres et la dette) souscrite non par les banques mais par des fonds spécialisés. Enfin, comme on l'a indiqué, une part croissante de la dette, senior ou junior, est remboursable in fine, ce qui tend à reporter la période de risque maximum au delà de la période d'investissement... si tout se passe bien. De plus, si la situation de l'entreprise se dégrade, les "covenants" (clauses accompagnant le contrat de dette), rendent souvent la dette, senior ou junior, exigible ce qui est un facteur de fragilité supplémentaire. Le risque LBO est donc sensiblement accru par cette véritable mutation des montages financiers de moins en moins régulés par les normes prudentielles bancaires. La question de la survenance d'un risque systémique ne peut donc, semble-t-il, être écartée.

Il est d'autant plus difficile de négliger ce risque que la viabilité des LBO dépend étroitement des caractéristiques conjoncturelles de la période (taux d'intérêt et perspectives de croissance). Ainsi aux Etats Unis, les fonds LBO, moins puissants qu'aujourd'hui, ont subi une crise majeure durant la seconde moitié des années 1980 : Un tiers des sociétés sous LBO ont alors fait défaut. Il convient de ne pas oublier que l'un des enseignements les plus robustes de la théorie financière est l'impossibilité d'obtenir à moyen ou long terme un rendement financier supérieur à celui du marché, sauf à accepter un niveau de risque supérieur au risque moyen du marché. Le constat selon lequel les fonds LBO ont obtenu sur 10 ans un rendement double de celui du marché boursier est plus inquiétant que rassurant.