



LOUVAIN
School of Management

UNIVERSITE CATHOLIQUE DE LOUVAIN
LOUVAIN SCHOOL OF MANAGEMENT

Bis repetita , non-placent : Analyse des facteurs de résilience des LBOs à travers les crises.

Promoteur : Professeur Bruno Colmant

Mémoire-recherche présenté par
Valentin Piret

En vue de l'obtention du titre de
Master en sciences de gestion

ANNEE ACADEMIQUE 2014-2015

Je tenais à remercier tout d'abord mon promoteur, Monsieur Bruno Colmant, pour les précieux conseils qu'il m'aura apportés tout au long de ce travail.

Merci à Geert Lippens et Tony van Gestel pour leur aide.

Merci aux équipes de gestionnaires de portefeuille pour leur temps et leurs conseils

Merci aussi et surtout pour ma famille pour leurs encouragements et leur soutien indéfectible.

Table des matières

1) INTRODUCTION	5
1.1) INTRODUCTION.....	5
1.2) DÉFINITION	7
1.2.1) <i>Leveraged buyout</i> :.....	7
1.2.2) <i>Crise</i> :.....	8
1.2.3) <i>Résilience</i> :.....	8
1.3) MARCHÉ DU LBOS.....	9
1.3.1) <i>Pré-2008</i>	9
1.3.2) <i>Post-2008</i>	11
1.4) MOTIVATIONS FINANCIÈRES ET MANAGÉRIALES	14
2) CARACTÉRISTIQUES ET COMPOSANTS D'UN LBO ?	16
2.1) CONFIGURATION D'UN LBO.....	16
2.2) STRUCTURE ORGANISATIONNELLE	17
2.2.1) <i>Les intervenants</i>	18
2.2.2) <i>Les différents types de LBO</i>	22
2.2.3) <i>Structure de la dette</i>	25
3) FACTEURS DE RÉSILIENCE.....	32
3.1) LES TYPES DE FACTEURS	33
3.1.1) <i>Les facteurs quantitatifs</i>	33
3.1.3) <i>Les facteurs qualitatifs</i>	34
3.1.2) <i>Les facteurs environnementaux</i>	34
3.2) AGENCES DE NOTATIONS.....	35
3.3) JUSTIFICATION DU CHOIX DES FACTEURS	38
3.3.1) <i>Net Debt / EBITDA</i>	38
3.2.2) <i>Croissance du marché</i>	39
3.2.3) <i>Debt Service Coverage Ratio (DSCR)</i>	40
3.2.4) <i>Cash conversion ratio (en partant de l'EBITDA)</i>	41
3.3.5) <i>Les covenants</i>	42
3.3.6) <i>Régulation et législation</i>	43
3.3.7) <i>La diversification des revenus</i>	44
3.3.8) <i>Engagement et réputation du sponsor</i>	45
4) ETAT ACTUEL DE LA RECHERCHE ACADÉMIQUE	46
5) ANALYSE SUR LE TERRAIN.....	49
5.1) POUR RAPPEL LA CRISE 2008-2009.....	49
5.2) CAS RÉELS.....	51
5.2.1) <i>Cas 1</i>	51
5.2.2) <i>Cas 2</i>	52
5.2.3) <i>Cas 3</i>	54
5.2.4) <i>Cas 4</i>	55
5.2.5) <i>Cas 5</i>	57
5.2.6) <i>Cas 6</i>	58
5.2.7) <i>Cas 7</i>	60
5.2.8) <i>Cas 8</i>	61
5.2.9) <i>Cas 9</i>	63
5.2.10) <i>Cas 10</i>	65
6) OBSERVATIONS DES RÉSULTATS ET ANALYSE.....	67

6.1) ANALYSE GÉNÉRALE	67
6.2) ANALYSE DÉTAILLÉE.....	68
7) CONCLUSIONS.....	70
7.1) CONCLUSIONS	70
7.2) LIMITATIONS ET PISTES POUR LE PROLONGEMENT DE LA RECHERCHE	71
8) ANNEXES	72
8.1) MARCHÉ DES LBOs	72
8.1.1) <i>Initial/Secondary Buyouts Loan Volume</i>	72
8.1.2) <i>Avg. LBO Purchase Price as Multiple of Pro Forma Trailing EBITDA</i>	73
8.1.3) <i>Distribution of Pro Forma Senior Debt/EBITDA for LBOs</i>	74
8.1.4) <i>European LBO loan Volume issuance (in Billion)</i>	74
8.1.5) <i>Global second-lien quarterly issuance</i>	75
8.2) STRUCTURE DE LA DETTE	75
8.2.1) <i>LBO structuration</i>	75
8.2.2) <i>Financial Structuration</i>	76
8.2.3) <i>Diversification of Senior Structure for Buyouts: Europe.1Q14</i>	76
8.3) LA CRISE	77
8.3.1) <i>Taux de croissance annuel des prix de l'immobilier aux États-Unis</i>	77
8.3.2) <i>Part des dépenses de consommation « pré-engagées » dans le revenu disponible brut</i>	77
8.3.3) <i>Marché américain de la titrisation par type d'émetteur.</i>	78
8.3.4) <i>Taux de défaut des ménages américains sur les crédits hypothécaires</i>	78
8.3.5) <i>Evolution des indices boursiers aux États-Unis</i>	79
8.3.6) <i>Prix spot des matières premières</i>	79
9) INTERVIEWS	80
9.1) EXECUTIVE SUMMARY 1.....	81
9.2) EXECUTIVE SUMMARY 2.....	82
9.3) EXECUTIVE SUMMARY 3.....	83
10) BIBLIOGRAPHIE.....	84
10.1) SITES INTERNETS	84
10.2) ARTICLES	86
10.3) ARTICLES CORPORATES	89
10.4) OUVRAGES	90
10.5) THÈSES DOCTORALES	90

1) Introduction

1.1) Introduction

Finance, Crise, Economie, Business ... Si nous devions, aujourd'hui dresser une liste de mots parmi ceux les plus souvent cités lors de débats politiques, sociaux et familiaux, ceux-ci en feraient certainement partie.

Il est vrai que depuis la crise de 2008-2009, les sujets touchant de près ou de loin à la finance sont devenus des sujets sensibles cristallisant autant de frustrations que d'envies, d'ambitions et de besoins.

Cela est aussi probablement dû à l'amplitude de la crise et aux effets qu'elle a eus sur les populations. Partout les gens ont pris conscience des excès et des exagérations consommés avant 2008 ainsi que des risques liés à des comportements favorisant quasi exclusivement la prise de risque à outrance et l'enrichissement à court terme.

Quelques années plus tard, alors que les économies reprennent le chemin de la croissance, de nombreux indicateurs indiquent néanmoins que rien ne semble avoir changé et que les acteurs de marché, après avoir subi des années difficiles sont à nouveau prêts à prendre des risques et à adopter des comportements irrationnels.

Au fond, le monde des affaires et de la finance reste, malgré les évolutions et les complexifications, inchangé. Voltaire, s'il était toujours vivant aujourd'hui dirait certainement en faisant référence à la finance qu'il s'agit d'un monde candide et pour lequel, « tout va pour le mieux dans le meilleur des mondes possibles ».

Cette référence n'est pas anodine dans le contexte économique actuel car elle reflète assez bien l'état psychologique des marchés financiers lors des périodes de reprise. L'amélioration constante des projections, pousse à nouveau à la création de structures d'endettement agressives et à des prises de risques supérieurs, effaçant lentement les enseignements tirés de la crise.

Les opérations de leveraged buyouts en sont un des meilleurs exemples, à la vue non seulement de leur évolution mais aussi et surtout de l'intérêt croissant qui leur est porté. En effet, le retour à des structures plus agressives et aux multiplications des transactions, rappelle dans certaines

mesures les années 2005 et le début de la perte de rationalité des acteurs de marché avec le risque inhérent de procyclicité.

C'est dans ce contexte que j'ai décidé, de m'intéresser à la résilience de ces transactions, reflets à la fois de la conjoncture économique à travers les entreprises cibles et de l'environnement financier à travers les structures mises en place.

En nous basant sur des cas réels tirés de la crise 2008-2009 et en les combinant aux recherches déjà effectuées sur le sujet, nous tenterons de répondre à la question, « quels sont les facteurs des LBOs leur permettant de résister à une crise et offrent-ils une certaine prédictibilité de la pérennité future de l'entreprise ? ».

Car au fond, s'il paraît intuitif que des crises surviendront toujours, il est intéressant de s'attarder sur le passé pour éviter de commettre toujours les mêmes erreurs et de mettre à mal une fois pour toutes le célèbre « bis repetita placent ».

1.2) Définition

Afin de construire le travail sur des bases solides, nous nous doterons d'une série de définitions permettant la création d'un cadre de travail stable pour le lecteur.

De plus, les annexes viennent en complément du travail et ne sont pas indispensables à la compréhension mais pourront certainement l'améliorer. Afin de faciliter leur lecture en parallèle avec le corps du mémoire, chaque annexe aura un nom similaire au chapitre à laquelle elle se rapporte.

1.2.1) Leveraged buyout :

Une opération de leveraged buyout (LBO) ou opération d'achat par effet de levier consiste au rachat ou à l'acquisition, par des investisseurs communément appelés sponsors, d'intérêts majoritaires dans le capital d'une société, où une partie conséquente du prix de la transaction est financée par de la dette. Les actifs dont dispose la société acquise, sont généralement utilisés comme collatéral contre le capital emprunté. Dans certaines situations, des actifs de la société acheteuse peuvent aussi servir de collatéral et fournir une garantie supplémentaire aux créanciers.

De manière générale, une combinaison de divers instruments (financiers, légaux, fiscaux etc.) est utilisée dans la structure de financement de la transaction, le but étant de répartir le risque associé à l'opération de manière graduelle sur les différents types de financement.

Cependant, dans le cas d'émission de dette dans le marché, le haut niveau de risque associé à ces transactions ne permet généralement pas aux différentes dettes émises, de posséder un statut d'Investment Grade.

Les LBOs représentent donc des opportunités pour les investisseurs dans le sens où elles ne nécessitent qu'un engagement capitalistique réduit. De plus et en conséquence, elles offrent, en cas de succès, des retours sur investissement supposés supérieurs aux rendements offerts par le marché, notamment grâce à l'utilisation de l'effet de levier.

1.2.2) Crise :

De nos jours, le mot crise est devenu un terme banalisé, utilisé pour définir des situations souvent diverses, différentes et parfois même antagonistes. Cette réalité m'oblige donc à redéfinir cette notion afin réaliser un travail consistant et pertinent.

Selon le dictionnaire de l'office de la langue française, une crise représente « *un passage brutal et inattendu qui est attribuable à une situation très difficile, voire dangereuse, pour un individu, une organisation, un corps social, un système économique ou un pays.* » (Grand dictionnaire, 2015)

Cette définition, bien qu'elle soit intéressante et explicite, demande quelques ajustements et précisions afin de la faire concorder le mieux possible au contexte de ce travail.

Nous introduirons donc les notions de cycle économique, phase de dépression et phase d'expansion de façon à en arriver à la définition suivante : « *Une crise conjoncturelle représente un retournement brutal et inattendu du cycle économique faisant succéder à une phase d'expansion, une phase de dépression, générant une période de difficulté intense et de danger pour les entreprises.* »

1.2.3) Résilience :

Le terme résilience est un terme générique largement répandu et utilisé dans de nombreux domaines pouvant aller de la physique à l'informatique en passant par l'écologie. Or, comme bien souvent dans ce genre de situation, il existe autant de définitions que de contextes. Il s'agit donc de sélectionner la définition qui répond au mieux aux champs d'étude de ce mémoire.

Dans un premier temps, la définition générique du terme résilience, « *Capacité de supporter et/ou de récupérer rapidement après avoir fait face à des conditions difficiles* » (Oxford dictionaries, 2015), offre déjà un bon départ mais demande encore quelques ajustements. Il est en effet nécessaire de la rapporter à un contexte économique-financier. Dans cette optique-là et par souci de précision, nous rajouterons donc les notions d'entreprise et de conjoncture.

Pour ce travail, nous définirons donc le terme résilience comme étant :

« *La capacité d'une entreprise à supporter et/ou récupérer rapidement d'un choc conjoncturel* »

1.3) Marché du LBOs

Le marché des LBOs, alliant instruments financiers, réalité économique et un ensemble de participants divers, est un bon outil de mesure de la santé économique globale autant que financière.

La profonde relation entre la conjoncture économique et le marché des LBOs rend donc indispensable une analyse du contexte courant. En outre, dans le cadre d'une étude de résilience, la crise 2008-2009 du fait de sa vigueur et de son impact global offre un benchmark relevant.

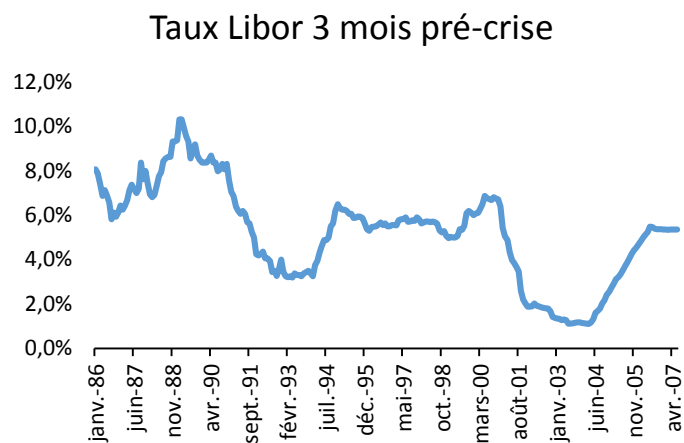
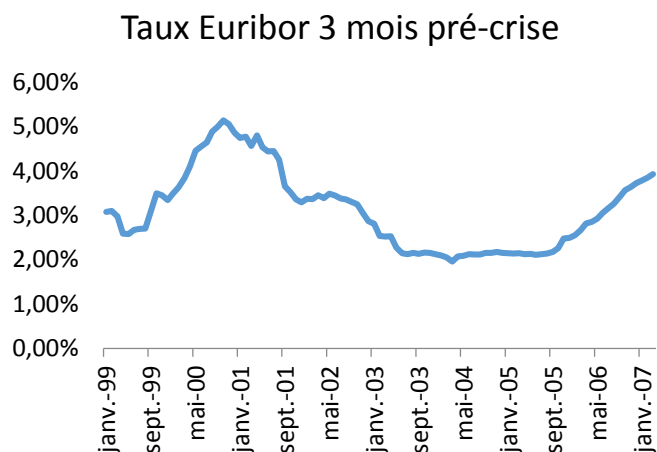
Sans avoir la prétention de déceler la création de bulles ou d'irrationalité dans le marché, il sera intéressant de comparer la période pré-crise avec la période post-crise en essayant de déceler de potentielles équivalences dans les deux contextes qui pourraient mener à une situation similaire.

1.3.1) Pré-2008

A l'approche des années 2000, la situation économique et financière est euphorique. Les nouvelles technologies ainsi qu'une insouciance et une qualité de vie inhérente aux périodes fastes et de croissance, prévalent dans le monde.

La crise des valeurs technologiques combinée aux attentats du 11 septembre vient à l'aube du troisième millénaire sonner le réveil à la réalité, rappelant de manière brutale que la richesse ne peut se créer sans effort, sans peine et de manière infinie.

Face à cette situation, la Federal Reserve en particulier et les autres banques centrales de manière générale, vont suivre une politique commune en réduisant les taux directeurs dans le simple but d'injecter suffisamment de liquidités dans le marché pour préserver la consommation globale et faire perdurer l'environnement économique favorable de la fin du XXème siècle.



Source : Banque de France

Cependant, le manque de rendement offert par les produits financiers standards suite aux mesures et politiques économiques prises, combiné à une croissance soutenue, va pousser les investisseurs à se tourner vers des produits et/ou opérations plus risqués (Shivdasani, 2011). Selon Axelson et al. (2009) et Ljungqvist et al. (2007), c'est d'ailleurs cette période qui verra l'éclosion de nombreux fonds private equity et des opérations de leveraged buyouts (Masulis & Thomas, 2009).

Soutenues par l'innovation financière dans le marché des LBOs et la création de produits tels que les CLOs ou les CDOs, les banques vont accentuer le phénomène (Ivashina & Scharfstein, 2010). En effet, au lieu d'être limitées par le risque crédit, ces dernières vont l'évacuer de leur bilan en le redistribuant sur le marché ou en le syndiquant. Ces méthodes permettront notamment de ne plus faire supporter le risque spécifique d'une opération sur une banque seule mais bien de le faire supporter par le système financier tout entier avec l'effet pervers de déresponsabiliser les originateurs sur l'agressivité des structures mises en place, biaisant encore un peu plus la perception que l'on pouvait avoir du risque, et le rendant plus complexe à mesurer.

Cette combinaison de facteurs, va avoir plusieurs conséquences néfastes :

- Premièrement, l'abondance de liquidités (Gualandri & al., 2009) va engendrer une inflation des coûts d'acquisition, ainsi que des quantités relatives d'endettement (baker and wurgler, 2002) non justifiées par les sous-jacents économiques (Moody's investors service, 2010).

- Deuxièmement, la recherche de profits des banques va, elle aussi, les amener à financer des transactions offrant des primes de risque supérieures, poussant vers une diminution des covenants joints aux structures de financement (Standard & Poor's, 2010).
- Troisièmement, les plus-values réalisées par les différents fonds, seront réinvesties dans d'autres transactions créant une forme d'auto-nutrition du système (Litchner, 2008), accentuant donc encore la montée des prix. Il est à noter en outre, que les profits réalisés sont issus de ce que l'on appelle le deleveraging, et ne représente par conséquent pas une plus-value économique réelle. La création de valeur n'est donc pas réelle et n'est justifiée que par la quantité excessive de cash circulant dans l'économie (Kosedag et al., 2009)

Le sommet de ces excès est atteint durant les 18 mois précédant le retournement des marchés, avec l'utilisation de « Covenants-lite » sur les dettes seniors, rendant l'endettement quasi non-contraignant et favorisant la dernière vague de structurations agressives.

La déconnexion au risque, résultant de cette situation va éloigner les intervenants de marché des facteurs fondamentaux de résilience et de capacité économique des sociétés (Loretta & Dev, 2004), menant à une vague de défauts illustrée par un taux de défaut des LBOs de 16%¹ en Décembre 2009 ainsi que les conséquences globales que nous connaissons.

1.3.2) Post-2008

Depuis la fin de crise, le monde entier et l'Europe en particulier, n'est plus tout à fait le même. Six ans plus tard il est d'ailleurs intéressant de constater que les populations restent encore profondément affectées et que les stigmates économique-sociaux de la crise jalonnent toujours nos sociétés.

Après un trouble si profond et dont les échos sont toujours perceptibles, il fut sensé de croire que le monde de la finance (banque et shadow banking) allait se réinventer pour se montrer plus à même de supporter de manière durable l'économie mondiale en tirant les leçons du passé.

¹ S&P European Leveraged Loan Index (ELLI) : Default rate is calculated as the amount defaulted over the last twelve months divided by the amount outstanding at the beginning of the twelve-month period.

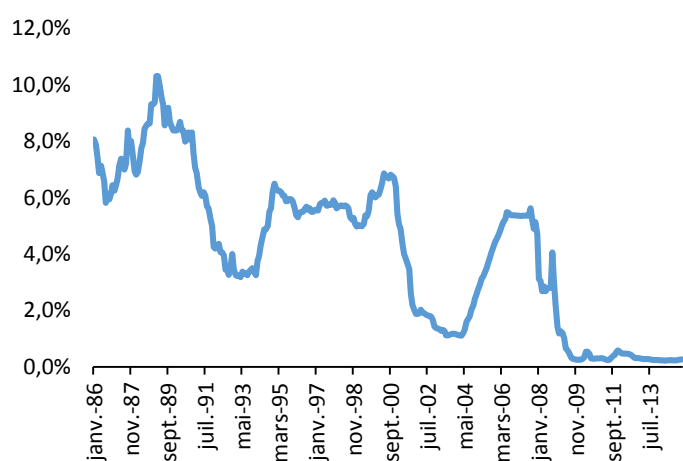
Si nous comparons maintenant la période pré-crise et la période post-crise en les confrontant aux cinq facteurs constitutifs des crises sur le marché des LBOs selon Athanase & Collete (2011), c'est-à-dire :

- La survalorisation des sociétés cibles
- La surutilisation de l'endettement par rapport aux capacités de génération de cash de la cible
- L'achat de sociétés appartenant au segment considéré de risque élevé
- Facilité d'accès aux sources de financement notamment les Junk bonds²
- Une rémunération accrue des managers de fonds et l'octroi de commissions pré-transactionnelles (Kaplan & Stein, 1993)

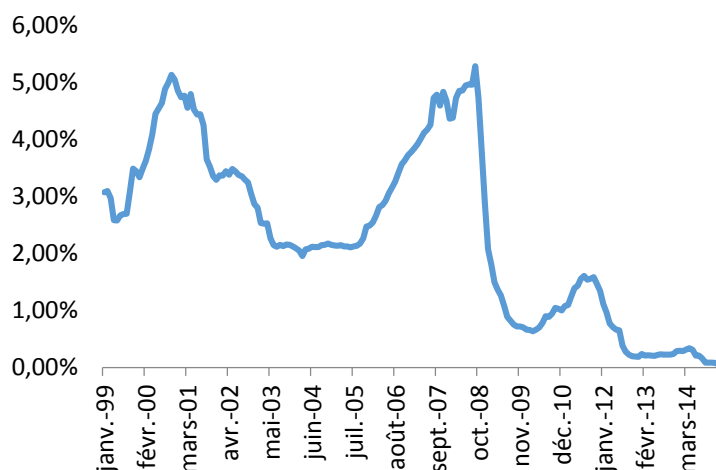
Force est de constater que la période pré-crise possédait la totalité de ces cinq critères. Notons encore, que la période actuelle quant à elle, en a déjà au moins deux :

- Pour commencer, l'accès au financement pour les fonds n'a jamais été aussi facile. A la vue du niveau des taux d'intérêts et de l'abondance de liquidité (quantitative easing par les banques centrales), il n'est pas étonnant de voir le nombre d'opérations repartir à la hausse.

Taux Libor 3 mois Post-crise



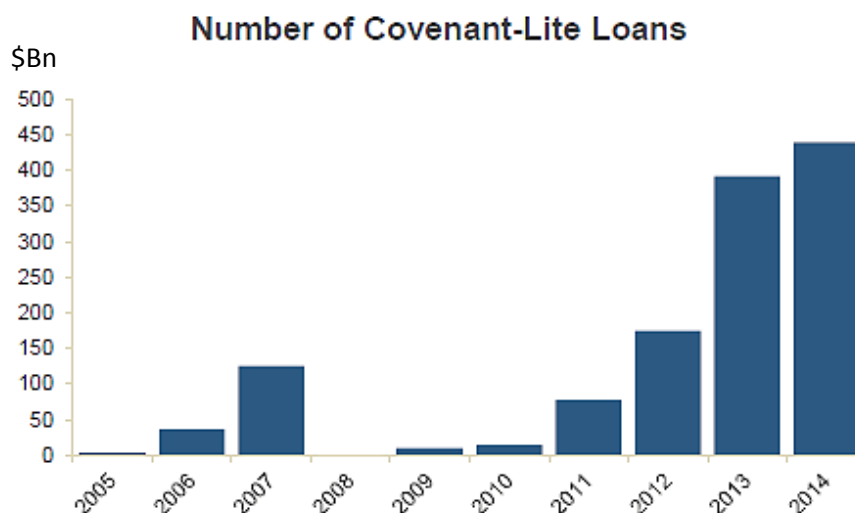
Taux Euribor 3 mois Post-crise



source : Banque de France

² Traduction littérale : Obligations pourries

- L'émission de conventions de crédit de type covenant-lite explose littéralement. Preuve que les banques cherchent dans l'environnement actuel à se tourner vers des financements offrant des rendements plus importants et cela au prix de structures offrant moins de contrôle et moins de protection.



Source: Standard & Poor's Financial Services LLC.

Ensuite, l'utilisation accrue de dette dans les acquisitions tend à faire augmenter les valorisations de sociétés. Dans l'article du Wall Street Journal datant du 22 mai 2014 (p.25), Ryan Tracy s'inquiète d'ailleurs de voir que plus 40% (S&P Capital IQ LCD) des LBOs en 2014 présentaient une dette senior supérieur à 6x EBITDA, dépassant donc le seuil considéré comme critique par la Federal Reserve (March 2013 interagency Guidance on Leveraged Lending).

On remarque cependant que les sponsors restent pour l'instant à la recherche de cibles solides à travers des industries stables et offrant des certitudes notamment dans la prédiction des cash-flows. Il semble donc que le contexte actuel ne soit pas tout à fait semblable et peut nous faire espérer une issue résolument différente.

Cependant, les acteurs de marché, après avoir subi quelques années de difficultés, semblent à nouveau prêts à prendre des risques. La convergence de facteurs favorisant la prise de risque alliée une reprise économique, certes modeste mais perceptible, créera potentiellement un terreau fertile aux excès tels qu'observés auparavant.

Il est par conséquent important de se doter dès aujourd'hui d'un esprit d'analyse critique proposant une approche différente du marché du LBO, offrant aux managers la possibilité de tenir des réflexions et des objectifs basés sur la résilience de leurs opérations.

1.4) Motivations financières et managériales

Le but du travail n'est pas de prouver ou de démontrer l'intérêt des LBO en termes de création de valeur ou en termes d'investissement financier mais bien de montrer l'intérêt qu'il peut y avoir à développer une approche plus soutenable lors de la structuration d'opérations naturellement plus risquées.

Au gré de l'étude bibliographique, il apparaît qu'une approche plus soutenable visant à mesurer la résilience d'une institution et/ou entreprise sous LBO n'avait pas ou alors très peu été réalisée. Dans une situation post-crise telle que nous la connaissons aujourd'hui, adopter une approche de résilience et se positionner à l'opposé du court-termisme trop souvent considéré comme la norme, semble hautement symbolique.

En outre, aucun article ne pose un contexte bien précis permettant aux non-initiés de comprendre l'objectif de ce travail. D'où l'intérêt de construire une base théorique solide permettant d'aborder une lecture avertie de ce mémoire.

Ensuite, au vu de l'évolution du marché et de l'intérêt toujours croissant pour ce type d'opérations, il est important, voire indispensable, pour tout financier et/ou manager de comprendre ce qu'est un LBO et quels en sont les impacts sur la ou les activités des sociétés, même si l'entreprise en question ne fait face ni de près ni de loin à un LBO. En effet, suite aux innovations en ingénierie financière et à la diffusion du risque dans l'économie notamment à travers les produits structurés (CLOs), le marché du LBO est devenu un réel enjeu majeur susceptible d'impacter chaque pays et chaque économie.

Toujours sur ce point, l'analyse de la résilience est aussi révélatrice de l'environnement macroéconomique global dans lequel l'opération a lieu. En effet, la structure des LBOs est un bon indicateur de l'opinion des acteurs économiques sur la conjoncture à un moment donné. Il est d'ailleurs intéressant de remarquer que son marché évolue en lien direct avec l'évolution des indices boursiers.

La combinaison de facteurs ainsi que la complexification des structures est aussi un challenge pour les futurs financiers et managers qui devront comprendre les implications qu'elles peuvent avoir sur la santé financière de la société ainsi que sur son comportement futur. La compréhension des tenants et aboutissants de l'injection de dette dans une organisation peut en outre se révéler être un atout considérable. En effet, la dette peut servir de catalyseur au gestionnaire. Selon Jensen (1986), la dette est utile et pour éviter le court-termisme. Il est vrai que, à l'inverse des dividendes, la dette requiert une résilience et une constance dans les performances permettant de faire face aux obligations financières à chacune des échéances. Cela oblige donc les managers à favoriser une gestion plus équilibrée et moins agressive.

La dette jouera à la fois le rôle du bâton et de la carotte, servant à améliorer les retours sur investissement d'un côté, mais nécessitant une gestion raisonnable et professionnelle de l'autre afin d'assurer la pérennité de la société.

Pour finir, la multitude de facteurs et d'aspects composant un LBO requerra une compréhension minimal de nombreux domaines différents allant du juridique à la finance en passant par la fiscalité. Cette connaissance multidisciplinaire devra permettre aux futurs managers de sortir du carcan contextuel de leur propre activité pour se doter d'une approche plus globale permettant une meilleure profondeur d'analyse.

2) Caractéristiques et composants d'un LBO ?

2.1) Configuration d'un LBO

Un LBO se construit autour de trois leviers (Boschin, 2009). Le levier économique, le juridique et le fiscal. C'est la combinaison de ces trois facteurs qui va permettre de générer de la valeur.

Le levier économique matérialisé par l'effet de levier se définit comme étant la différence entre la rentabilité des capitaux et la rentabilité économique. L'objectif sera, dans ce cas-ci, d'endetter la société afin d'en diminuer les coûts en capitaux grâce à la souscription de dette et ainsi maximiser le profit des investisseurs en fonds propres.

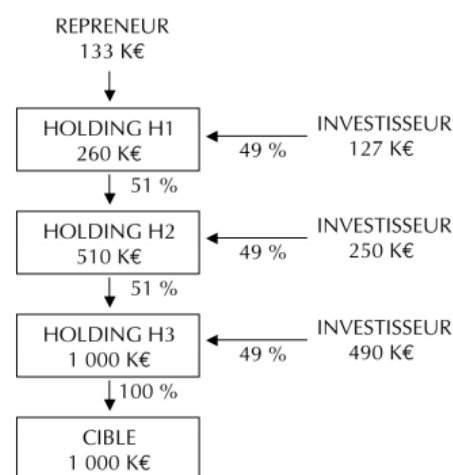
$$R_{cp} = R_e + (R_e - i) * \frac{D}{CP}^3$$

L'effet de deleveraging associé avec le remboursement de la dette, sera un des principaux moyens recherché par les investisseurs afin de dégager du rendement, celui-ci ne nécessitant pas de croissance de la part de la société mais simplement de la constance et une gestion efficace.

Le levier juridique aura pour objectif d'obtenir le contrôle sur une entité la plus grosse possible avec le moins de capital possible (Boschin, 2009).

En utilisant la technique dite de « cascade de holdings », l'investisseur gardera le contrôle sur toute la filière sans devoir investir massivement.

Cette méthode comporte cependant certaines contraintes.



Source : Boschin, (2009)

- Premièrement, il sera mal aisé de trouver des investisseurs acceptant d'investir tout en possédant seulement un pouvoir décisionnel limité. Il sera néanmoins possible de contrer cette limitation en introduisant des minorités de blocage permettant à chacun de posséder un pouvoir décisionnel.

³ Re : rentabilité économique, Rcp : rentabilité des fonds propres, i : Coût de la dette, D : dette, CP : fonds propres

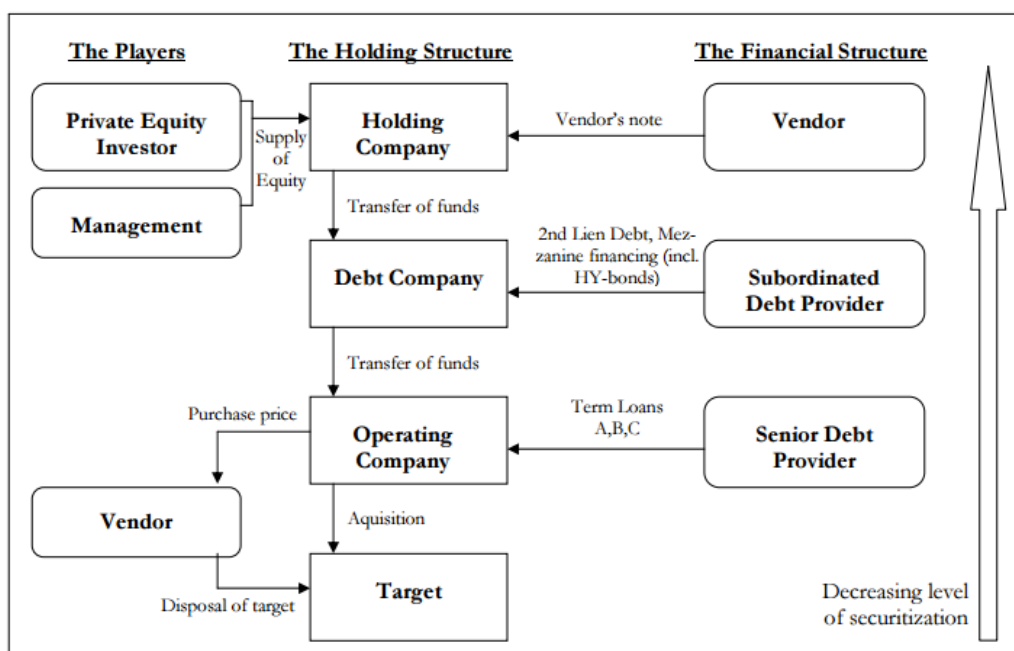
- Deuxièmement, certains investisseurs pourraient être frileux à l'idée d'investir dans des structures intermédiaires, par définition très peu liquides (Boschin, 2009).
- Troisièmement, la mise en place d'une telle structure pourra, en fonction du régime juridique national en place, empêcher la bonne utilisation du levier fiscal.

Le levier fiscal découlera directement de l'endettement massif de la société. La charge financière résultante permettra notamment d'imputer le bénéfice de la cible sur le déficit de la holding, générant ainsi une économie d'impôt. Remarquons toutefois, que pour profiter de cette économie, il sera obligatoire soit d'adhérer au régime d'intégration fiscale, ce qui pourrait générer des difficultés à profiter du levier juridique (Boschin, 2009), soit d'adopter une construction fiscale internationale.

2.2) Structure organisationnelle

Un LBO est une opération complexe qui requiert de l'expérience et du savoir-faire. La conclusion de cette opération nécessitera une complémentarité parfaite entre l'ensemble de ses facteurs constitutifs et des acteurs y prenant part.

On retrouvera dans chaque LBO une combinaison de trois facteurs nommément les intervenants, la structure de holding (type de LBO) et la structure de financement (deutsche bundesbank, 2007).



Source: Deutsche Bundesbank (2007), Financial Services Authority (2006), own depiction

2.2.1) *Les intervenants*

➤ 2.2.1.1) Sponsors Financiers

Le terme sponsor est un terme générique qui réfère généralement aux fonds de capitaux à risque, à certaines divisions des banques d'affaires, ou à d'autres entités dont l'objectif est d'investir de manière substantielle dans des sociétés (la plupart du temps non-cotées) afin d'en prendre le contrôle total ou partiel.

La majorité du capital levé par ces entités est souvent issu des tierces parties comme par exemple des fonds souverains ou de riches particuliers qui cherchent à trouver des alternatives d'investissement qui leur permettent d'une part de créer de la diversification et d'autre part d'augmenter les retours sur investissement.

Le capital levé est généralement regroupé dans des partenariats structurés comme des véhicules d'investissement à durée limitée. Ces véhicules sont considérés comme des « blind pools » dans le sens où les investisseurs qui souscrivent au véhicule ne savent pas de manière spécifique les investissements que le sponsor compte faire. Cependant, le sponsor sera la plupart du temps contraint à respecter des clauses contractuelles visant à limiter la valeur maximale des investissements dans une entité unique ou dans un secteur défini (Rosenbaum et Pearl, 2013, P.163).

Malgré le fait que la structure légale soit bien souvent commune ou tout du moins proche, cela n'empêche pas ces fonds d'investissement de présenter des stratégies différentes, et comme bien souvent, c'est la taille et la capacité capitalistique qui vient infléchir les plans d'investissement. Si les plus petites entités viseront à se spécialiser dans un secteur (énergie, new Tech etc.) ou à se focaliser sur des situations spécifiques (restructurations, démantèlement etc.), les sponsors dont la taille peut parfois atteindre des dizaines de milliards de dollars d'actifs sous gestion, se comporteront plus comme des généralistes veillant simplement à profiter des opportunités qui se présenteront dans le marché, peu importe l'industrie, le secteur ou le contexte (Rosenbaum et Pearl, 2013, P.164)..

Durant une transaction, le sponsor veillera à exécuter une due diligence de la cible de manière à évaluer sa qualité de résilience et les retours sur investissement qui peuvent en être espérés afin soit de confirmer le bon choix de la cible soit au contraire, de le discréditer. La due diligence servira aussi à supporter la modélisation visant à créer une hypothèse de prix

➤ 2.2.1.2) Banque d'affaire

La banque joue deux rôles stratégiques importants durant les opérations. D'abord à travers le financement de la transaction, ensuite à travers le conseil en fusion et acquisition. Bien que chacun des participants décrits dans cette section ait un rôle important à jouer, celui de la banque d'affaire et plus spécifiquement celui de conseil est certainement parmi les plus critiques.

En effet, se situant au cœur de la transaction, il aura pour mission de composer et développer la structure de la transaction sur laquelle reposera l'ensemble de l'opération. Il sera donc primordial pour la banque, de pouvoir mobiliser et d'offrir une expertise de haut niveau ainsi que des ressources (relations, expériences etc.) permettant d'optimiser la structure. Le conseil pourra potentiellement aussi bien servir le sponsor (buy-side) que l'entreprise cible (sell-side).

A l'instar du sponsor, le conseil cherchera à analyser de manière détaillée l'ensemble des composants de la société cible afin premièrement de valider le business plan et les projections faites par le management de la cible ainsi qu'accompagner la restructuration et les relations avec le(s) sponsor(s).

Du côté du financement, la phase préliminaire est équivalente au conseil, c'est-à-dire veiller à comprendre dans les moindres détails le comportement et les différents aspects de la cible. Le premier objectif pour le département « leveraged finance » est de pouvoir mesurer la capacité de la cible à pouvoir supporter un haut niveau d'endettement ainsi qu'à mesurer l'appétit du marché à souscrire à la dette qui en résultera (Rosenbaum et Pearl, 2013, P.164)..

Lorsqu'une structure de financement est approuvée par le sponsor (qui garde le pouvoir décisionnel bien évidemment), le « leveraged finance » présentera la structure lors d'un comité de crédit interne dans le but d'obtenir l'approbation finale de la banque.

Celle-ci, une fois obtenue, la banque s'efforcera de réduire son exposition en tentant soit de syndiquer le prêt, c'est-à-dire à le partager avec un pool d'autres banques (club deal), soit de le vendre sur le marché à des investisseurs comme des fonds d'investissements, des fonds de pension etc (Rosenbaum et Pearl, 2013, P.164)..

Enfin, et dans le cas où le deal est signé, la banque continuera à suivre le bon respect des paiements et des clauses contractuelles ainsi qu'à faire le lien avec les investisseurs qui ont souscrit au prêt (rôle d'agent).

➤ 2.2.1.3) Banques et investisseurs institutionnels

Comme mentionné dans la section précédente, les banques et les investisseurs institutionnels sont les principaux fournisseurs de capitaux pour le financement des structures de LBOs (Nouy, 2008). Cette catégorie comporte diverses entités différentes pouvant aller du simple fond de pension aux hedge funds. Leur tâche consistera à mesurer la capacité de la cible à répondre à ses obligations de paiement ainsi qu'à diminuer le risque en imposant des « covenants » ainsi que des recours sur les actifs de la cible en cas de défaut (Rosenbaum et Pearl, 2013, P.165)..

Une fois la décision de financement de l'opération prise, l'institution ou banque transférera l'argent et continuera à conduire des analyses de suivi sur la cible durant la vie du prêt.

➤ 2.2.1.4) Investisseurs obligataires

Dans certains cas, si la dette émise lors du LBO est suffisamment importante, la banque d'affaire en charge de l'opération peut proposer d'émettre des titres obligataires dans le marché au titre de la société cible. Il s'agit d'une alternative à l'option précédente, qui vise à étendre la base d'investisseurs ainsi qu'à permettre à ces derniers de pouvoir ensuite revendre plus rapidement leurs créances sur le marché secondaire.

Un « roadshow », chapeauté par le management de la cible, ayant pour but de présenter aux investisseurs potentiels les activités de l'entreprise de manière détaillée, sera organisé afin d'attirer les investisseurs et les inciter à acheter les obligations qui seront émises (Rosenbaum et Pearl, 2013, P.166)..

➤ 2.2.1.5) Management de la cible

Le management joue un rôle crucial durant l'ensemble de la transaction. Il sont les véritables artisans de la vente en combinant d'un côté le travail de fond avec les banques d'affaires pour la préparation des business plans ainsi que la structure de l'opération et de l'autre côté le travail de forme en présentant et défendant les mérites et potentiels de leur entreprise face aux investisseurs.

Un bon management par sa qualité et son dynamisme peut donc créer de la valeur en dirigeant les négociations pour aboutir à des clauses, une valorisation et un financement favorable à l'ensemble des parties (Rosenbaum et Pearl, 2013, P.167)..

De plus, il arrive souvent que le management (surtout en cas de société privée) possède une part non négligeable du capital de la société aussi bien pré- que post-closing par ce que l'on appelle le « Rolling equity », lui permettant de conserver ses intérêts dans la société.

Il se partage donc entre un rôle d'acteur mais aussi celui de potentielle bénéficiaire.

➤ 2.2.1.6) Support

Pendant toute la durée de la transaction, un groupe de parties prenantes vont prendre part au processus en apportant leur expertise et leur expérience. On peut notamment citer parmi eux :

- des consultants opérationnels, stratégiques, juridiques et fiscalistes
- des bureaux de ressources humaines.

Leur rôle consiste, en apportant leur savoir dans chaque segment de l'activité, à créer une analyse détaillée (Due Diligence) de la situation à un moment donné, de l'activité de l'entreprise, de son positionnement et des perspectives futures possibles.

Il leur sera aussi demandé de valider le plan d'affaire ainsi que de formuler des remarques sur les parties de la structure à améliorer.

2.2.2) *Les différents types de LBO*

Il existe en dehors du LBO type (Primary buyout), tel que définie au début de ce mémoire, un grand nombre de LBOs de différentes sortes correspondant pour chacun à un contexte donné, des parties prenantes spécifiques ou des objectifs distincts.

➤ 2.2.2.1) *Secondary buyout*

Un secondary buyout est un LBO durant lequel, un sponsor qui a déjà racheté l'entreprise auparavant, la revend à un autre fond private equity ou sponsor. Le rachat étant accompagné d'une nouvelle hausse de l'endettement.

Selon Yingdi Wang (2010), les LBOs secondaires sont généralement motivés par des circonstances de marché, comme une difficulté de lever des capitaux combiné à un environnement obligataire favorable, ne favorisant pas les autres formes de sortie du capital de la société, tels que les IPO ou les ventes à des acheteurs stratégiques.

En outre, Jensen(1989), confirmé par Wang (2010), montre que le phénomène des LBOs secondaires peut aussi être expliqué par une simple raison d'efficience. Théoriquement, l'opération ne se produira que s'il existe toujours une création de valeur potentielle de la part de la société. Toujours d'un point de vue théorique, il est intéressant de noter que les cibles subissant des LBOs secondaires sont caractérisées par une performance opérationnelle accrue (Phan & Hill, 1995 ; Opler, 1992), résultat des mesures prises par les premiers sponsors et visant à augmenter les capacités de remboursement de l'entreprise.

D'un point de vue empirique, il est cependant rare que les seconds sponsors parviennent à améliorer encore les performances de la société, donnant aux firmes subissant des LBOs secondaires l'image de vaches à lait échangées entre sponsors (Bonini, 2010). Dans son rapport mensuel (Avril, 2007), la Deutsche Bundesbank, relayant les propos de Bonini, émet de sérieux doutes quant à l'utilité macro-économique de ce genre de pratiques, justifiant son jugement par la diminution du laps de temps entre les cessions de sociétés et le manque d'optimisation opérationnelle engendrée.

➤ 2.2.2.2) Owner buyout (OBO)

L'owner buyout consiste en une opération visant soit à remobiliser dans les mains de quelques individus un actionnariat éclaté et diversifié, afin de rétablir un contrôle puissant sur l'entreprise (Seghers, 2009), soit à léguer une partie substantielle des parts à un fonds d'investissements (Droit-finance, 2015).

Dans ce dernier cas, il s'agira d'un moyen mis à disposition du dirigeant et/ou de l'actionnaire d'origine, lui permettant de sécuriser une partie de son patrimoine (André & Servais, 2014). L'approche peut donc être considérée d'une certaine manière comme inverse à une opération de LBO standard, dès lors que la transaction ne se fait plus au profit d'investisseurs extérieurs mais bien dans l'intérêt du/des actionnaires historiques.

En outre de l'intérêt personnel, l'injection de dette dans la société peut aussi avoir un impact certain sur sa rentabilité en optimisant la structure capitalistique.

L'OBO pourra donc être une solution privilégiée pour les dirigeants de PME's visant notamment à s'assurer une retraite sereine tout en restant actifs afin de favoriser la transition managériale de leur entreprise.

➤ 2.2.2.3) Management buyout

Un management buyout est le rachat d'une société, initié par l'équipe dirigeante en place et soutenue par un sponsor financier (Peters, 2006). Bien que le sponsor soit destiné à fournir la plus grande partie du capital nécessaire, il sera aussi demandé au management de s'engager financièrement afin d'éviter le « free-ride » et de favoriser une gestion responsable et dynamique.

L'occurrence de MBO répond très souvent à des circonstances particulières.

La première situation typique qui engendre un MBO consiste en la vente d'une filiale ou d'un département (business unit) d'un groupe. Dans ce genre de cas, le groupe et le management veilleront à maintenir une grande confidentialité autour de l'opération évitant de cette manière des fuites qui pourrait compromettre le rachat, les avantages compétitifs des futures deux entités ou leurs réputations (Peters, 2006).

La seconde situation peut être rapprochée de l'OBO. En effet, il s'agira pour un actionnaire de vendre sa société à l'équipe dirigeante en place, favorisant par conséquent le changement d'actionnariat et la pérennité de l'entreprise (Neal, Fecher, & Meadows, 2013).

La troisième forme consistera en une entreprise en difficulté requérant une exécution rapide de la transaction. En outre, la grande familiarité du management avec les activités de la firme feront d'eux les acheteurs les plus capables de redresser la situation.

Des opérations dites de MBI (management buy-in) peuvent aussi de manière occasionnelle avoir lieu. Il s'agira dans ce cas, de la reprise d'une société par une équipe dirigeante constituée en externe et en collaboration avec un fond d'investissement (Neal, Fecher, & Meadows, 2013). Le déclencheur sera alors une entreprise sous-performante, dans un marché présentant un fort potentiel. La rareté des MBI s'explique notamment par la grande expérience et les larges connaissances requises et est surtout due à la nécessité de former une équipe avant même de contrôler la société.

➤ 2.2.2.4) Leveraged Build-up

Un leveraged Build-up consistera en l'intégration de la part d'un sponsor ou d'un acheteur stratégique, d'une multitude de petites entreprises au sein d'une même industrie dans le but de générer de la valeur en constituant une entité plus importante (Toukalas, 2009).

L'initiative sera généralement prise par un sponsor ayant pour intention, de s'installer durablement dans une industrie en agglomérant une multitude d'entreprises moyennes dans le but de fonder un conglomérat. Il sera aussi possible, de manière plus ou moins régulière, de voir certains groupes industriels utiliser des leveraged build-ups afin de renforcer leur position concurrentielle dans un secteur.

Le sous-jacent rationnel de ce genre d'opération sera, à travers une standardisation des procédés et la réalisation de synergies, de créer des économies d'échelles, des réductions de coûts et dans certains cas, d'augmenter une gamme d'offre ou d'accéder à une technologie. La particularité de l'opération par rapport aux autres types de LBOs réside dans son approche constructiviste et de long terme visant à acheter sans objectif de revente à court ou moyen terme. On retrouvera essentiellement des LBUs au sein d'industries fortement fragmentées sans réel leader de marché (Toukalas, 2009).

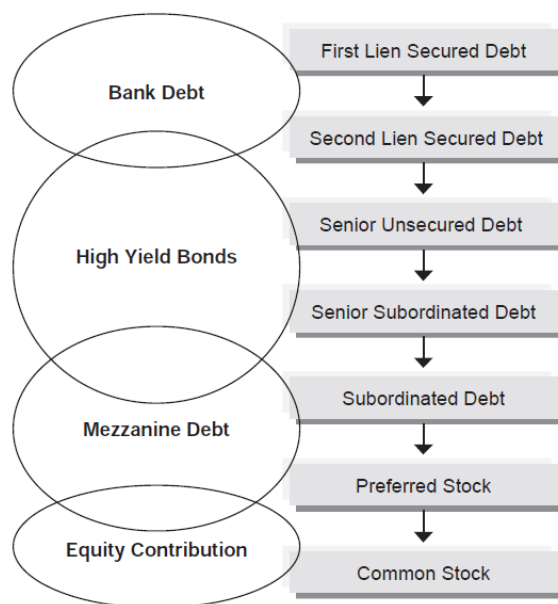
Ils restent malgré tout assez rares étant donné les nombreuses difficultés émanant de l'opération dont une des principales sera le défi logistique inhérent à l'intégration d'une multitude d'entités simultanément.

2.2.3) Structure de la dette

➤ 2.2.3.1) Montage financier

La structuration financière d'un LBO, bien qu'elle n'en soit pas l'unique aspect, cristallise l'ensemble des enjeux et incarne la pierre angulaire de l'opération. Il s'agira d'équilibrer de manière efficiente les notions de temps, de remboursement et de génération de cash-flows afin de maximiser les profits des investisseurs autant que la capacité de l'entreprise à croître et à faire preuve de résilience à travers le temps.

Il sera par conséquent nécessaire de mobiliser une large gamme de produits et de sources de financement dans le but de fournir le package adéquat permettant à l'entreprise de faire face à ses obligations futures.



Source: Rosenbaum & Pearl (2013)

Les produits utilisés ici seront principalement des produits à taux flottants. La base étant soit le taux EURIBOR soit le taux LIBOR majoré d'une marge fixe qui sera dépendante de chaque instrument.

➤ 2.2.3.2) Dette Senior

La dette bancaire représente généralement la plus grande partie d'une opération de LBO. D'un point de vue empirique on l'estime à environ 50 % la part total du financement (Rosenbaum et Pearl, 2013). Cette dette, aussi dénommée dette senior, est le moyen de financement le moins coûteux parmi la gamme des produits de financement généralement utilisés lors d'une transaction à effet de levier. Le droit de recours prioritaire aux collatéraux en cas de défaut, est une des raisons principales expliquant les marges d'intérêts plus faibles qui accompagnent ce produit.

De plus, la banque complètera le recours aux actifs de la société par une série de limitations ou de ratios seuils (covenants) obligeant l'entreprise à remplir certains critères de performance et/ou de gestion.

La maturité sera dans la très grande majorité des cas inférieure à l'ensemble des autres produits financiers, cela vient de la volonté de favoriser les créanciers seniors afin qu'ils puissent récupérer leur argent et donc sortir de la transaction avant tout autre partie prenante.

Néanmoins cette contrainte de maturité représente une contrainte importante pour l'entreprise qui devra rembourser rapidement cette dette senior.

La dette senior se divise généralement entre un TLA (Term loan A⁴), un TLB (Term loan B⁵) et un crédit renouvelable.

- Un TLA est un prêt à terme senior dont la caractéristique principale consiste au remboursement progressif au fur et à mesure de la vie du crédit. Le remboursement du capital augmente généralement au cours de la vie du prêt. Parmi l'ensemble des produits seniors, les TLA auront généralement les maturités les plus courtes. Les prêteurs de cette tranche sont dans la plupart des cas des banques, les caractéristiques de remboursement correspondant bien à leur business model (Thompson Reuters, 2015).
- Un TLB comme le TLA est un prêt à terme senior mais dont l'attribut majeur est le remboursement du capital qui se fera à l'échéance finale. Le risque associé à un

⁴ La lettre A faisant généralement référence au terme « Amortization »

⁵ La lettre B faisant généralement référence au terme « Bullet »

remboursement in fine se traduit par une prime de risque supérieur aux TLAs et aux crédits renouvelables. Cette tranche est généralement souscrite par les investisseurs institutionnels qui recherchent souvent des produits leur offrant des possibilités d'investissement sur le long terme sans devoir s'occuper du réinvestissement du capital tel qu'il faudrait le faire pour un TLA (Thompson Reuters, 2015).

➤ 2.2.3.3) Revolving credit line / crédit renouvelable

D'après Rosenbaum et Pearl (2013), Un crédit revolving line consiste est une ligne de crédit mise à disposition de l'emprunteur et lui donnant la possibilité de pouvoir avoir accès à une somme d'argent définie au préalable et disponible à tout moment. En dehors de deux taux d'intérêts distincts fixés au préalable, le premier portant sur la somme effectivement utilisée et l'autre portant sur la somme restant non-utilisée, l'emprunteur est libre d'utiliser la ligne de crédit à sa bonne convenance sans avoir à respecter un agenda de remboursement prédéfini. Cela permet notamment d'offrir une flexibilité souvent utile pour le financement d'un fond de roulement (Working capital) ou pour financer des investissements indispensables pour la bonne conduite de l'activité (Capital expenditures), ou même d'assurer, le cas échéant, les échéances des TLA ou TLB.

Cette forme de financement est généralement parmi les plus accessibles pour les sponsors et les entreprises, cela se justifiant principalement par les priorités de recours sur certains actifs régulièrement associés avec ce produit.

➤ 2.2.3.4) High Yield

❖ 2.2.3.4.1) SECOND LIEN TERM LOAN

La dette second lien est une forme de financement se situant à la frontière entre la dette mezzanine et la dette senior et pouvant en fonction de la structuration d'un deal et des termes y afférents, être considéré comme l'une ou l'autre.

Comme l'expliquent le cabinet Ashurst (Juillet 2014) et la Deutsche Bundesbank (2007), son positionnement hiérarchique dépendra grandement de la structuration de l'émission et des négociations entre les emprunteurs et le prêteurs. On remarquera cependant que deux scénarios types se dégagent.

- Premièrement, la dette « second lien » peut être considérée comme une seconde dette senior, ayant les mêmes droits, *pari passu*, aux actifs que la dette first lien sous condition que les actifs n'aient pas été spécifiquement liés à la protection de cette dernière.
- Deuxièmement, elle peut être perçue comme une couche intermédiaire entre la dette senior et la dette junior, servant à créer différents types de dettes afin de convenir aux différentes requêtes et/ou profils des prêteurs.

Dans la plupart des cas, la dette sera structurée selon la deuxième forme. Le recours aux actifs en cas de faillite de l'entreprise sera donc bien subordonné à la dette first lien, mais restera prioritaire à toutes les autres formes de financement et créera dès lors un facteur rassurant pour les investisseurs et par conséquent des conditions moins restrictives notamment en terme de pricing.

De plus, Rosenbaum et Pearl (2013) voient dans le second lien une alternative plus accessible que la dette junior. En effet, plus d'options favorisant notamment le remboursement avant terme (prépaiement) ainsi que la non-nécessité de devoir rendre publique sa contraction (en cas de société publique) y sont adossées.

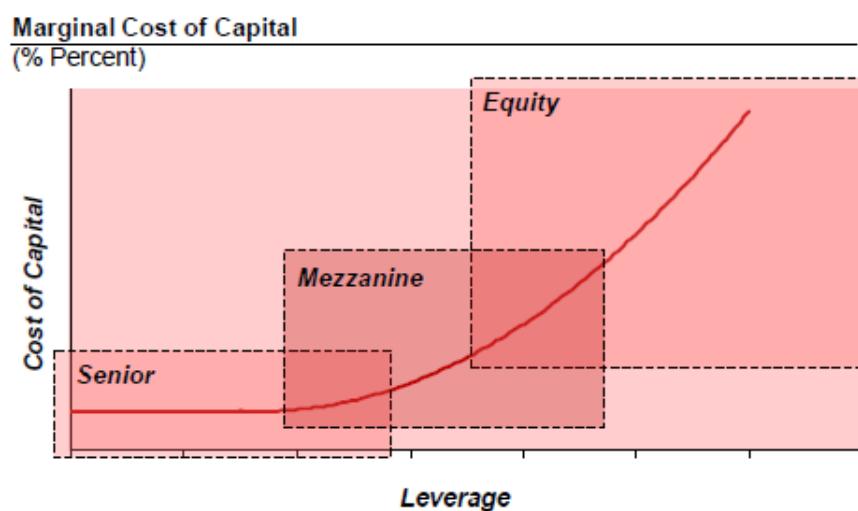
En général, aucun remboursement du principal n'est effectué avant maturité.

❖ 2.2.3.4.2) DETTE MEZZANINE

Une dette dite mezzanine ou junior consiste généralement en l'ensemble des dettes n'ayant pas de protection comme par exemple le recours aux actifs de la société. Elle consiste, en une couche de financement intermédiaire se situant entre la dette senior et le capital. Elle est très souvent utilisée comme levier pour maximiser l'endettement total d'une entreprise (Silbernagel & Vaitkunas, 2003).

Durant la structuration du financement, les banquiers d'affaires veilleront à ne pas faire rentrer les différents types de dette en concurrence en leur donnant des maturités différentes. Généralement, la dette mezzanine présentera une maturité supérieure aux dettes plus seniors, cela se justifiant par la volonté de favoriser le remboursement des dettes de rang supérieur (Robinson and al., 2011). Cette volonté de favoriser à tout prix la dette senior peut néanmoins mener à certains conflits avec les prêteurs. Il est vrai que le coût relatif élevé de la dette junior incite souvent les sponsors à demander des maturités inférieures, diminuant par conséquent le poids de la charge d'intérêt sur le long terme.

Contrairement aux produits définis plus tôt, qu'il est régulier de croiser dans les marchés, la dette junior est principalement un produit « buy-and-hold ».



Source : Bond Capital

Son niveau d'exigibilité la positionne comme la dette la plus risquée, et par conséquent la plus chère. Elle garde cependant un rang supérieur au capital et subira en cas de faillite un traitement privilégié par rapport à ce dernier (Silbernagel & Vaitkunas, 2003). Dans le jargon financier,

on se référera à ce genre de financement comme du « quasi equity » en raison de son risque et de ses caractéristiques.

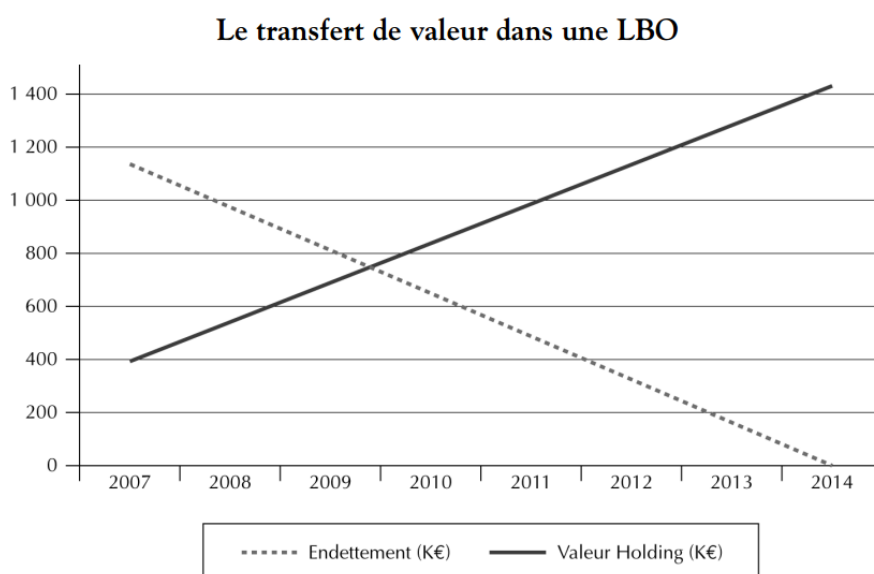
Dans le cas d'un LBO, son utilisation servira à augmenter le financement total afin de faire diminuer au maximum la contribution en capital du sponsor. Le risque inhérent au produit fait de lui un outil spéculatif hautement risqué, souscrit la majorité du temps par des fonds spéculatifs (Bean, 2008).

➤ 2.2.3.5) Equity

L'Equity, qui équivaudra en général à environ 30-40% du financement, représente le capital apporté par le sponsor. Le capital est la tranche la plus junior dans la structure de financement mais aussi celle dont le rendement attendu est le plus élevé (20% +) Rosenbaum et Pearl (2013).

Il s'agira d'une couche de sécurité dont l'objectif sera d'absorber les potentielles diminutions de valeur de la société permettant d'épargner par conséquent aux créanciers des pertes possibles en cas de revente des actifs avant le remboursement total de la dette (Boschin, 2009).

Au cours d'une vie normale d'un LBO la valeur de l'equity évoluera dans le sens opposé à la quantité de dette dans l'entreprise. (Deleveraging)



Source : Boschin, (2009)

A travers ce que l'on appellera un Equity Roll-over, il sera dans la majorité des cas permis au management de posséder une partie du capital de la société. Cette volonté du sponsor d'octroyer au management des parts de l'entreprise est une manière d'encourager l'équipe dirigeante à délivrer de solides résultats en leur permettant de pouvoir en récolter aussi les fruits. Il s'agira par conséquent de faire converger les intérêts du management avec ceux du sponsor.

3) Facteurs de résilience

Il existe une multitude de facteurs impactant directement ou indirectement la performance et la pérennité d'une société. Cela est encore plus vrai aujourd'hui, à l'heure de la globalisation avec l'augmentation constante des interconnexions entre les économies et les firmes.

Le nombre de facteurs à considérer pour les LBOs est encore plus élevé. En plus des caractéristiques générales partagées avec les entreprises « normales », les LBOs voient se rajouter un nombre importants de facteurs liés à la structuration et surtout à la masse d'endettement.

Cette multitude rend compliquée la création d'une liste exhaustive reprenant la totalité des critères et éléments qui ont et peuvent avoir un impact sur l'entreprise.

Pour éviter de sombrer dans trop de complexité, une première étape consistera d'abord à définir différentes catégories permettant de classer les différents facteurs et d'avoir une vision plus claire du type d'impact que ces derniers peuvent avoir sur la firme.

Dans un second temps, et au sein de cette liste sera choisie, une série de facteurs considérés comme les plus impactant pour la stabilité de la société⁶, et qui serviront à la création d'une grille de lecture favorisant l'analyse.

A travers cette liste, l'objectif sera de valider ou non les approches des différentes agences de notation et d'une banque X afin de vérifier leur capacité à détecter anticipativement les dangers liés à une opération.

Le travail comparatif se fera à partir d'une série de dix cas réels qui seront confrontés à la grille de lecture proposée. L'objectif n'étant pas d'établir un rating différent de celui proposé par les agences de notation mais à travers une liste de facteurs principaux d'offrir un moyen de lecture rapide permettant de savoir si une opération a plus ou moins de risque de faire face à des difficultés.

Si il est possible de mettre des chiffres sur certains critères il ne faut pas oublier que d'autres restent un jugement d'opinion plus ou moins fondé et qui variera dans le temps en fonction de l'évolution des contextes et de l'environnement. D'ailleurs Standard & Poor's (2003) rappelle

⁶ Liste faite sur base de la littérature académique, des agences de notation.

bien que « *Le processus de rating est un art autant qu'une science et que au bout du compte, une notation reste une opinion* » (Solomon & Scoot, 2003).

De plus certains critères peuvent être critiques pour certaines industries et moins pour d'autres. Il sera donc important d'établir une liste de facteurs communs.

3.1) Les types de facteurs

3.1.1) Les facteurs quantitatifs

L'analyse des facteurs quantitatifs porte sur les ratios et chiffres issus du bilan et du compte de résultat. On y retrouve aussi les facteurs quantifiables liés aux politiques stratégiques et de dividendes.

Les facteurs quantifiables visent principalement à mesurer la capacité de la société à générer du cash. L'EBITDA (Profit avant intérêts, taxes, dépréciations et amortissements : autrement dit le profit opérationnel) offre une bonne approximation de cette capacité génératrice. Il s'agit d'une valeur de référence largement répandue et utilisée comme base dans de nombreux ratios. De plus sa position relativement élevée dans le compte de résultat offre certaines garanties quant à sa fiabilité, celui-ci n'étant pas facilement manipulable. Il reste préservé des politiques d'amortissements agressifs ou de réévaluation de la valeur des actifs. Pour finir l'EBITDA est utilisé universellement. On le retrouvera aussi bien dans la mesure du poids de la dette, dans les méthodes de valorisations mais aussi dans les formulations des différentes clauses coercitives financières (Standard and Poor's, 2014).

Il est conseillé de se tenir à l'écart de toute valeur et/ou ratio tenant compte de la valeur des fonds propres ou de la capitalisation totale. Ceux-ci étant généralement fluctuants et reflétant la valeur de la société à un moment et une situation donnés.

L'ensemble des moyens de financement externes seront en outre laissés en dehors du champ d'analyse. L'objectif étant de mesurer la capacité de résilience de la firme seule.

3.1.3) Les facteurs qualitatifs

On l'oublie trop souvent, mais le non-quantifiable joue un rôle d'une importance majeure dans la capacité de l'entreprise à faire face à des périodes de crise.

Contrairement aux facteurs environnementaux, les facteurs qualitatifs restent dans la sphère d'influence directe de la firme. Il s'agira notamment du positionnement de marché de la société, de la qualité de son management et aussi les clauses coercitives (covenants) mises en place avec la structure de financement (Standard & Poor's, 2003).

Dans tous les cas, ces facteurs feront partie de ceux avec lesquels la firme devra composer au jour le jour.

En outre, l'ensemble des caractéristiques liées au(x) sponsor(s) seront rajoutées à cette rubrique. Une importance particulière sera apportée à sa réputation, à l'historique du traitement de ses cibles et des politiques de dividende ainsi qu'à son engagement et au support potentiel qu'il offrira au deal notamment sous la forme de réserves en capital supplémentaires, disponibles en cas de difficultés.

3.1.2) Les facteurs environnementaux

Si le succès d'une entreprise dépend grandement de sa propre capacité à battre ses concurrents et à créer de la valeur pour ses clients, il n'empêche qu'elle reste soumise aux tendances fondamentales économiques et sociétales, elles-mêmes influencées par l'évolution démographique, sociale et des politiques publiques ainsi que par le cadre légal du ou des pays dans lesquels l'entreprise se positionne (Standard & Poor's, 2003).

L'ensemble de ces facteurs bien qu'ils puissent avoir un impact très important sur l'entreprise, reste cependant hors de son contrôle. La capacité à pouvoir prévoir les évolutions macroéconomiques futures et à en tenir compte lors de l'établissement de la structure du LBO sera donc d'une importance majeure pour la pérennité de la société. La convergence rapide ainsi que les interconnexions de plus en plus profondes entre les économies du globe viennent rajouter à la nécessité de développer une vision claire du contexte dans lequel opère la société.

Parmi les éléments principaux, on retrouvera notamment le cadre légal et législatif, les données démographiques, la stabilité politique et économique ainsi que l'environnement macroéconomique national et global (taux d'intérêts, inflation, demande globale, ...)

3.2) Agences de notations

Très simplement, une agence de notation est une institution indépendante dont la mission est de fournir des opinions sur la capacité d'une entreprise, d'un état ou d'un organisme public à honorer ses obligations liés à son endettement (Santos, 2009).

Le marché des notations crédits est dominé par trois agences indépendantes : Standard & Poor's (S&P), Moody's Investor Services (Moody's), et Fitch IBCA (Fitch).

De manière générale les agences de notations ont des méthodologies relativement similaires pour déterminer le rating d'une entreprise. Cependant, les approches peuvent différer et donner dans certains cas des ratings légèrement différents (Thompson Reuters, 2011).

L'approche suivie par S&P consiste juste à mesurer la probabilité de défaut d'un émetteur. Elle ne tient compte ni de la durée du défaut ni de la manière dont la société va se restructurer. Plus étonnant encore, S&P ne considère pas la valeur de la perte ou le montant que récupéreront les créanciers.

Par contre, Moody's se concentre essentiellement sur la probabilité que les investisseurs récupèrent l'entièreté de du montant investi. En plus de la probabilité de défaut, la perte attendue prend aussi en compte les potentielles mesures prises en cas de défauts ainsi que la période durant laquelle se produira.

Pour finir, Fitch aura une approche similaire à S&P.

Etant donné l'intitulé du mémoire, S&P et Fitch seront retenues dans l'analyse des facteurs de résilience, leurs méthodologies étant plus en corrélation avec l'objet de notre étude.

En se basant sur des différents facteurs considérés par les agences de notation, il a été possible d'établir une liste de facteurs de résilience communs à toutes les industries. Afin de rendre l'analyse plus pertinente, les différents critères d'analyse d'une banque x ont également été ajoutés à la liste.

Les facteurs en gras sont ceux qui ont été sélectionnés pour la création de la grille de lecture et l'analyse des cas. Il est à noter que certains facteurs exposant des caractéristiques semblables comme par exemple « sponsor support » et « sponsor reputation » ainsi que « customer mix » et « geographical footprint » seront rassemblés sous un seul intitulé.

Facteurs quantitatifs

S&P	Fitch	Banque X
Industry Growth Cash-flows ratios Net Debt / EBITDA Capex intensiveness Working capital need Net Debt Company size Underlying market opportunity Cost structure Capacity Utilization Return-on-Equity Relative cost of production Labor cost Cash Conversion Tax rate DSCR	Profitability margin Operating EBITDA Capex intensiveness Working capital Net debt / EBITDA Tax Rate Net collateral asset value Firm size Coverage ratio DSCR Cash conversion Capacity utilization stress testing Growth prospects	Net debt / EBITDA DSCR Equity / Total balance sheet Amortization profile (residual life) market outlook Cash conversion Sensitivity analysis Tax Rate Capex intensiveness Working capital

Facteurs qualitatifs

S&P	Fitch	Banque X
Industry stability Vulnerability to technological change Competition Competitive positioning Image and Reputation Product diversification Labor intensiveness Shareholder power Management team reputation Organizational efficiency Covenants Security Off-balance sheet guarantee Accounting quality Geographical footprint Customer mix Financial policy Dividend policy Sponsor support Sponsor reputation	Sponsor comment Sponsor reputation Industry risk Industry cyclicality Competition Customer and Supplier concentration Management experience Covenant package Debt structure Cost structure Dividend policy Geographical diversification Organizational effectiveness Management strategy	Economic and Strategic rationale Sponsor experience Sponsor support and guarantees Complexity of the financial structure Security package (covenants) Insurance Technological design and uses Manufacturer warranties Supply risk Competitive position Price/ Volume / Revenues risk Creditworthiness of contractor Management team quality Control of the cash-flows Accounting quality Quality of financial partners

Facteurs Environnementaux

S&P	Fitch	Banque X
Access to external sources of capital Exchange and interest rate risk Demographic Regulatory and Legislative framework Macro-economic cycle pattern Currency risk Macro-economic risk (inflation, ...)	Demographic Technological lifetime Regulatory framework regulatory volatility Interest rate environment Currency risk	Inflation risk Interest rate risk Currency risk legal risk legislation and regulation risk

3.3) justification du choix des Facteurs

3.3.1) Net Debt / EBITDA

De nos jours, le ratio net « debt / EBITDA » est devenue une véritable référence lorsqu'il est question de mesurer l'endettement d'une entreprise. L'intérêt de mesurer l'endettement par rapport au profit opérationnel réalisé sur une année réside, dans l'estimation de son importance vis-à-vis de la capacité de la firme à générer l'argent nécessaire à son remboursement. Il ne s'agit donc pas ici d'une valeur absolue mais bien d'une valeur relative qui permet rapidement de se faire une idée du risque lié au poids d'une dette (Financial dictionary, 2015).

L'utilisation dans le calcul du ratio d'une « dette nette » se justifie principalement par les pratiques suivies dans de nombreux pays et de manière plus spécifique en Europe et au Japon. En effet, dans ces pays il est courant de voir les entreprises maintenir des niveaux de dette relativement élevés tout en conservant des masses conséquentes de liquidités à leur actif (Moody's investors service, 2010).

Cette réalité a donc poussé les agences de notations à diminuer la dette totale de la valeur de l'excès de liquidités non indispensable à la poursuite de l'activité.

Les observations ont prouvé une forte volatilité du ratio net/ EBITDA à travers les cycles conjoncturels. Entre 2002 et 2007 par exemple, la moyenne de l'endettement sur les opérations de LBOs est passée de 4x à 6x et plus, confirmant l'augmentation de la prise de risque et des endettements excessifs.

Dans son rapport sur les risques du leveraged lending du 26 Février 2015, la Fédéral Reserve pose le seuil de 6x comme seuil critique d'endettement et cela indépendamment du type d'industrie. Toujours sur la même ligne, la Fed estimera une dette comme soutenable si l'entité aura la capacité d'amortir 50 % (dette totale) de celle-ci sur un horizon de temps compris entre cinq et sept ans.

3.2.2) *Croissance du marché*

La croissance du marché est une valeur essentielle dans le sens où, au-delà de la performance intrinsèque de l'entreprise, elle offre une perspective future de l'évolution du marché potentielle accessible à la société.

Cette augmentation de la taille du marché renforce donc la probabilité de voir la société générer des revenus et surtout un EBITDA supérieur permettant par conséquent de favoriser le remboursement de la dette.

En outre, les entreprises présentant des profils de croissance robustes tendent à voir se développer des valorisations supérieures durant l'horizon de temps d'investissement du sponsor, permettant notamment d'augmenter la valorisation de l'entreprise et de fournir un facteur de confiance supplémentaire aux différents créanciers. Cela peut donc à terme mener à une diminution des charges d'intérêts mais aussi à de potentiels refinancements (Wiersema & Liebeskind, 1995).

Probablement, une entreprise présente sur un marché en croissance aura plus de facilités à développer des économies d'échelles et à améliorer sa structure de coûts.

A contrario, une entreprise dont le marché serait en décroissance nécessitera une gestion particulièrement proactive et qualitative permettant de surpasser la décroissance, afin, au mieux, de maintenir le chiffre d'affaire et la capacité génératrice constants.

Rappelons toutefois que la croissance future reste une hypothèse. S'il est vrai qu'elle offrira plus de flexibilité lors de la réalisation de la structure de financement, les sponsors devront, de leur côté, veiller à ne pas compromettre la croissance potentielle de la société en la dotant d'une dette excessive et en se ménageant une réserve indispensable au financement de cette même croissance (Moody's investors service, 2010).

Dans le cas où l'entreprise cible ferait face à une croissance élevée, les créanciers mettront généralement à disposition de la firme une ligne de financement (Capex facility) permettant à cette dernière de pouvoir trouver l'argent nécessaire à la poursuite de son expansion.

Il sera, de plus, important de vérifier l'aspect rationnel des attentes de croissance. S'il est certain qu'une décroissance forme un point négatif pour la résilience, des hypothèses de croissance du marché excessives sur des périodes de plusieurs années jetteront aussi le doute sur la soutenabilité de la structure.

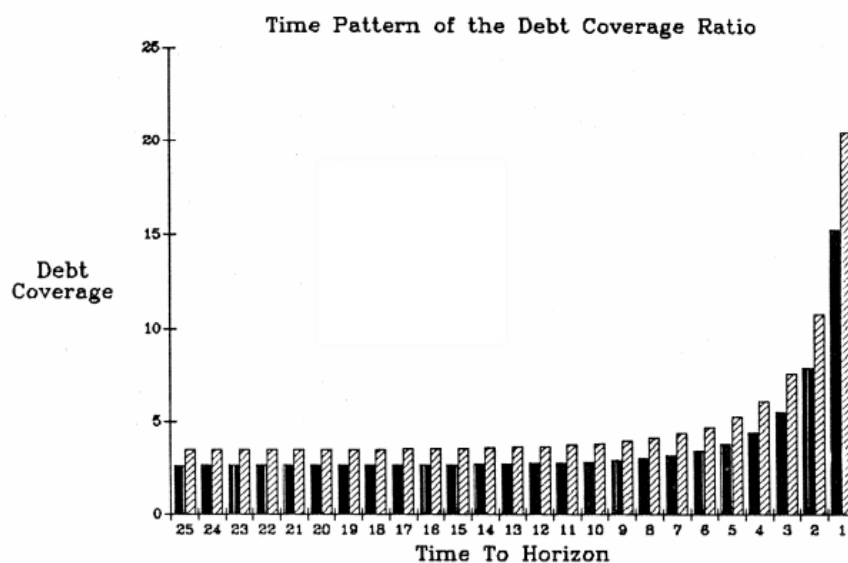
3.2.3) Debt Service Coverage Ratio (DSCR)

L'intérêt du « debt service coverage ratio » s'explique par la mesure qu'il offre de la capacité de la firme à faire face aux échéances de paiement (intérêts et capital) auxquelles elle doit faire face. Il s'agira donc d'une mesure de la liquidité de l'entreprise. Le DSCR est, de par sa nature, une des valeurs les plus suivies par les créanciers durant des LBOs . Son importance justifie son choix dans le cadre d'une étude sur la résilience

Il s'obtient grâce à la formule suivante :

$$\frac{EBITDA - Ca - \Delta NWC - T}{I + Cp}$$

L'évolution théorique du DSCR exhibe une courbe croissante reflétant la diminution de la charge d'intérêts au cours du temps. Toute chose égale par ailleurs, une augmentation de l'EBITDA permet aussi d'améliorer le ratio (Harris & Raviv, 1990).



8

Source : Harris & Raviv (1990).

⁷ Ca = Capital Expenditure ; ΔNWC = Net change in Working Capital ; T = Tax expenses ; I = debt interest expenses ; Cp = capital repayment

⁸ Ce graphique est à lire de manière absolue. Les données ne faisant référence à aucun des cas présentés dans ce mémoire.

Aucun seuil critique n'est donné par la littérature ou par les différentes agences de notations comme limite. L'opinion des experts que j'ai interviewés tend néanmoins à donner 1.25 comme valeur de référence en dessous de laquelle il est préférable de ne pas descendre⁹.

3.2.4) Cash conversion ratio (en partant de l'EBITDA)

“Cash is truth and truth is cash!”

Cette petite citation pourrait presque suffire à définir ce facteur. En effet, le but de cette valeur représente la capacité de la firme à convertir son EBITDA (donc son profit opérationnel) en cash libre¹⁰.

$$\text{Cash libre} = \text{EBITDA} - Ca + \Delta\text{NWC} - T \quad ^{11}$$

Le ratio s'obtient par:

$$\frac{\text{Cash libre}}{\text{EBITDA}}$$

Le ratio est particulièrement intéressant car il offre, pour commencer, une mesure de l'intensité capitalistique de la firme. En intégrant les dépenses en capitaux, il donne une indication de la quantité de cash nécessaire au réinvestissement et à la bonne conduite de l'activité.

Le deuxième atout correspond à la prise en compte des mouvements du besoin en fond de roulement. Cela nous donnera des informations pertinentes sur la gestion des relations avec les clients et les fournisseurs mais aussi sur la gestion des stocks. La stabilité du BFR¹² permettra de déceler les signes avant-coureurs d'une dégradation de la situation de l'entreprise.

Pour finir, les taxes seront considérées de manière à ce que toutes les sorties d'argent de la firme soient prises en compte.

⁹ Dans le cas d'industries cycliques ou exhibant de fortes saisonnalités, un seuil plus élevé sera considéré comme la norme. L'industrie brassicole en est un bon exemple

¹⁰ La notion « libre » fait écho au Free-cash-flow anglais et fait référence au cash final généré par l'activité et qui servira, après avoir remboursé les intérêts et la dette, soit à constituer des réserves, à être réinvesti ou distribué sous forme de dividendes.

¹¹ Ca = Capital Expenditure ; ΔNWC = Net change in Working Capital (négatif si détérioration) ; T = Tax expenses.

¹² Besoin en fonds de roulement

De manière générale, au plus le cash conversion ratio sera élevé et stable au plus il offrira des garanties quant à la capacité de l'entreprise à faire face aux échéances.

Un niveau de 50% pour le service de la dette peut être considéré comme seuil minimum pour l'analyse. En effet, disposer de moins 50% de l'EBITDA pour faire face à l'ensemble des obligations contractuelles paraît relativement compliqué, sachant que la structuration et le niveau d'endettement se base sur un EBITDA complet (Net Debt sur EBITDA)

3.3.5) Les covenants

Les covenants consistent en l'ensemble des clauses coercitives adossées au LBO et dont l'objectif est de fixer certains seuils limites portant sur la santé financière et les performances de l'emprunteur afin protéger les intérêts des créanciers et de l'emprunteur (Mcrae, 2004). Il s'agira aussi d'empêcher certains comportements du sponsor qui pourraient mettre en péril la pérennité de l'entreprise cible (Achleitner & al., 2011). Par exemple, il sera possible de restreindre, voire d'empêcher totalement, la distribution de dividendes avant que la totalité de la dette ne soit remboursée afin d'éviter des sorties de cash précoces qui pourraient compromettre les remboursements futurs. La mise en place de covenants pertinents, favorisant une gestion responsable et évitant les prises de décisions inconscientes, sera considérée comme un élément positif pour la résilience de la firme (Bouvier & Nisar, 2015).

Il existe trois types de packages de protection :

- Les covenants-Heavys comportent des clauses coercitives n'offrant pas beaucoup de marge pour une possible détérioration des ratios financiers et/ou proposant de fortes restrictions dans le choix des politiques d'acquisitions, d'investissements et de distribution de dividendes. Un covenants-heavy ne se définit pas par le nombre de clauses qu'il possède. Une seule clause pertinente et contraignante suffit.
- Les covenants-lights (Cov-lite) proposent un ou une série de clauses ne représentant pas de réelles contraintes pour l'entreprise. Il s'agira plus, dans ce cas-ci, de créer des clauses de principe n'ayant un impact que limité sur l'entreprise. Par exemple, la définition d'une clause de $10x \text{ Net Debt} / \text{EBITDA}$ pour un deal dont l'endettement au closing serait de $5x \text{ EBITDA}$ sera perçue comme non-relevante et peu à même de mener à une gestion plus précautionneuse de la part de l'équipe dirigeante.
- Les covenants-loose consistent simplement en des contrats ne proposant aucune clause coercitive (Bowman, 2008).

La prise en considération des différentes clauses est d'autant plus importante que dans certains cas, le dépassement d'un seuil peut être perçu comme un défaut par les créanciers et peut mener soit à une perte partielle du contrôle de la société au profit des prêteurs, soit à une restructuration et donc à une perte potentielle pour l'ensemble des fournisseurs en capital.

Les clauses sont généralement évolutives et s'ajustent en fonction des performances de l'entreprise. A l'instar de la révision à la hausse des objectifs fixés à une équipe de direction performante, les covenants prendront en compte les réalisations passées et s'ajusteront en fonction de celles-ci.

3.3.6) Régulation et législation

Y-a-t-il quelque chose de plus important que la stabilité législative et politique pour la bonne conduite des affaires ? S'il est difficile de répondre à cette question, on peut cependant, à la vue de la situation économique de l'Ukraine, de la Syrie et d'autres pays aux situations similaires, affirmer sans prendre trop de risque que la stabilité politique est un des facteurs les plus importants pour le développement et la réalisation de projets économiques.

En outre, l'impact de la régulation plus spécifique à l'industrie sera considéré. Il s'agira d'identifier si l'environnement est propice à la continuité de l'activité ou, au contraire, si elle peut être menacée par l'introduction d'une nouvelle réglementation préjudiciable au plan des affaires de l'entreprise (Santos, 2009).

A titre d'exemple, une société dont l'activité principale consiste au raffinage et à la vente d'hydrocarbures, pourrait se voir menacer par l'adoption de règles visant à diminuer l'émission de gaz à effet de serre ainsi que la dépendance aux énergies fossiles. En Belgique, le changement de réglementation sur les mesures d'aides à l'installation de panneaux photovoltaïques et à la production d'énergies solaires a mené à une vague de faillites de l'industrie.

L'évolution de la législation reste malgré tout relativement compliquée à prévoir. Certains événements comme l'invasion de l'Ukraine par la Russie et les sanctions économiques prises à l'encontre de cette dernière par la suite en sont un exemple criant (Deva, 2010).

3.3.7) La diversification des revenus

Dans cette rubrique, l'attention sera portée sur trois éléments :

La diversification géographique, la concentration des consommateurs et clients et pour finir, la dépendance aux fournisseurs.

Premièrement, une société disposant d'une diversification internationale disposera d'un avantage. Elle aura notamment accès à d'autres marchés, à une plus grande base de consommateurs, elle pourra faire diminuer le poids relatif du risque spécifique d'un marché donné et elle se donnera accès à de nouveaux fournisseurs potentiellement moins coûteux (Buckley and Casson 1976 ; Delios and Beamish 1999).

Deuxièmement, la concentration des consommateurs est un risque majeur pour toutes les entreprises. A fortiori, le risque dans le cas d'un LBO est démultiplié par la menace que fait peser la dette. En effet, la perte d'un client important pourrait tout simplement signifier la faillite et faire échouer l'opération. Il faudra donc généralement veiller à constituer une base clientèle large et diversifiée (Geringer & al., 1989). Dans le cas où cela ne serait pas possible, l'entreprise se devra de conclure des contrats de collaboration à long terme avec ses clients clés. Si un contrat de collaboration n'effacera pas le risque de perdre certains clients, il permettra néanmoins de le limiter (Cherif, 2003).

Troisièmement, une base de fournisseurs trop faiblement diversifiée fera peser le risque de voir un fournisseur imposer des prix et des conditions défavorables à la firme ce qui à terme pourra avoir un impact substantiel sur ses marges et ses cash-flows.

Notons toutefois qu'il ne sera pas conseillé de se lancer dans une stratégie de diversification géographique durant un LBO (à moins que cela ne soit considéré dans le business plan et la stratégie initiaux qui ont servi de base à l'élaboration de la structure de financement). En effet le temps requis avant de voir des profits se matérialiser ainsi que l'importance des coûts liés à la construction d'une image de marque et à l'entrée sur un nouveau marché (Williamson, Paez, and Sanders, 1988) pourraient compromettre le succès de l'opération de base.

3.3.8) Engagement et réputation du sponsor

Demiroglu et James (2007) ont prouvé que les performances à court terme et à long terme des LBOs étaient positivement corrélées à la réputation du sponsor qui peut se mesurer de deux manières différentes.

Premièrement, elle peut être liée au nombre d'opérations conduites par le sponsor sur une période donnée. Les fonds les plus actifs seront donc considérés comme ayant la meilleure réputation¹³.

Deuxièmement, la réputation peut être définie par la taille du sponsor. La taille étant elle-même définie comme étant la valeur de la levée de fonds. Sous l'hypothèse que la quantité de la souscription pour un fond se fera en fonction de performances passées de ce fond ou du management du fond, on considérera donc, dans ce cas-ci, la réputation comme la capacité à générer des retours sur investissements supérieurs à la concurrence (Brinkhuis & De Maeseneire, 2009).

L'engagement (commitment) du sponsor sera aussi une variable essentielle dont il faudra tenir compte. En effet, un sponsor qui serait prêt à injecter des capitaux supplémentaires dans le cas où la cible devrait faire face à des difficultés, non seulement rassurerait les créanciers et les différentes parties prenantes mais insufflerait surtout une dynamique positive de réussite et de solidarité aux équipes dirigeantes de l'entreprise cible (Cotter & Peck, 2001 ; Federal reserve, 2015).

¹³ On lie dans ce cas-ci la réputation à l'expérience.

4) Etat actuel de la recherche académique

De nombreuses études académiques, visant à mesurer l'importance de certains facteurs sur la réussite des LBOs, ont déjà été réalisées.

Pour commencer, il apparaît selon une étude réalisée sur 21397 transactions menées par des fonds Private Equity, que le taux de défaillances des LBOs se portait à 2,3% comparé à seulement 0,6% pour les sociétés cotées et 1,6% pour les obligations corporate aux Etats-Unis (Strömberg, 2008). Confirmée par Bedu & Palard (2013), ces résultats tendent à prouver l'aspect plus risqué des opérations LBOs comparé à des sociétés suivant une évolution plus classique. Cette recherche est d'autant plus intéressante qu'elle porte sur une période de temps s'étalant de Janvier 1970 à Juin 2007, intégrant donc dans l'analyse l'entièreté de plusieurs cycles conjoncturels.

En outre, la performance ex ante semble ne pas donner d'indication sur la réussite. En effet dans une étude réalisée sur 626 LBOs les performances pré-transactions ne paraissent pas avoir d'impact sur la défaillance potentielle (Bedu & Palard, 2013). Cela nous conforte donc dans le choix de ne pas intégrer dans la grille de lecture des facteurs tels que les différents types de marge ou l'évolution du chiffre d'affaire.

L'accroissement de l'endettement par exemple, renseigné la plupart du temps sous la forme du ratio net debt/ EBITDA et surtout le poids des charges financières liées à cette masse d'endettement, augmentent notablement les risques liés à un défaut [(Halpern, Kieschnick et al. (2009)]. Cette observation est confirmée par Jensen (1989) dont les résultats de l'étude prouvent la corrélation qu'il existe entre l'augmentation de la dette et le risque de défaillance. Cela vient justifier la mise en place d'un seuil critique et l'aspect négatif qu'un dépassement de ce seuil peut générer dans une optique de résilience.

Similairement, la croissance est un facteur prépondérant dans la structuration d'un deal (Banque de France, 2013). L'euphorie des marchés durant les années 2005-2006-2007, engendrant des prévisions de croissances sectorielles irrationnelles, s'est traduit par des revenus inférieurs aux business plans ainsi que des investissements et des charges exceptionnels nécessaires pour maintenir un niveau d'activité et de compétitivité minimum, réduisant par conséquent significativement les capacités de remboursement de l'entreprise (banque de France, 2013).

Le DSCR a également montré son importance. L'augmentation du besoin de liquidité lié aux paiements des échéances est un facteur faisant peser un risque notable sur la survie future d'une entreprise. Gabilondo (2009) évoque d'ailleurs les forts risques pesant sur les LBOs dont les structures n'ont pas été conçues en fonction de leur liquidité. Eisenthal (2009) vient en outre confirmer ces observations en rappelant la nécessité de réaliser des stress tests de liquidité lors de la mise en place des financements, rappelant que les coûts liés à une détérioration des taux d'intérêts surpassent dans la très grande majorité des cas, l'amélioration potentielle des cash-flows.

Contrairement à ce que l'on pourrait penser, l'analyse des facteurs qualitatifs est très répandue et permet d'obtenir des résultats significatifs pour la compréhension du comportement des leveraged buyouts. Amihud et Lev (1981) ont montré que la diversification permettait non seulement d'augmenter la taille de la société mais surtout de réduire le risque de faillite de manière substantielle. Parmi les différentes options de diversification, la diversification connexe offre les meilleures perspectives en terme d'augmentation des performances et de capacité de résilience (Montgomery & Wernerfelt, 1988). Malgré tout, une diversification non-connexe, bien qu'elle puisse résulter en une certaine détérioration de la performance, permettra néanmoins la revente de certains actifs au cas où la société devrait faire face à des difficultés, offrant par conséquent un levier potentiel au désendettement (Kaplan & Weisbach, 1992).

Concernant les covenants, les recherches faites par Asquith & Wizman (1990), entre 1980 et 1988 sur 65 leveraged buyouts, prouvent l'effet positif aussi bien sur la résilience que sur la création de valeur des transactions comportant des clauses coercitives contraignantes. Cette étude est de plus confirmée par les recherches menées par Billett, Jiang et al. (2010) dont les résultats indiquent que l'utilisation de covenants dans les contrats peut réduire le taux de défaillance de 30%.

L'actionnariat dans un LBO joue également un rôle indispensable. Contrairement aux grandes sociétés cotées, l'actionnariat des Leveraged Buyouts est concentré entre quelques sponsors. Une variation dans la valeur de l'entreprise aura donc un impact relatif plus important sur chaque sponsor en augmentant ou en diminuant grandement la valeur de l'investissement. Il n'est donc pas étonnant de voir que les sponsors suivent de très près l'évolution de la firme ainsi que les décisions prises par le management (Wiersema & Liebeskind, 1995). La réputation et le soutien offerts par le sponsor sont significatifs pour la pérennité de l'entreprise. Les atouts

qu'offrent les bons sponsors sont en effet non négligeables. Tout d'abord, un sponsor avec une forte réputation pourra négocier et obtenir plus facilement des créanciers soit des taux plus attractifs soit des conditions de crédits plus favorables. De plus, grâce à leur expertise, les sponsors pourront fournir aux entreprises cibles des ressources financières et de gestion permettant une meilleure flexibilité et la réalisation de meilleures performances économiques (Diamond, 1991 ; Kaplan & Schoar, 2005). Il apparaît cependant que la qualité du sponsor sert aussi de levier pour augmenter l'endettement. En effet, lors d'une étude portant sur 126 LBOs européens, Brinkhuis et Maeseneire, (2009) démontre que les deals, supportés par des investisseurs reconnus et possédant une forte expertise, exhibaient des endettements supérieurs à la moyenne, remettant en cause les bénéfices liés à leur qualité.

Enfin, la régulation est un facteur qui n'a pris de l'importance que récemment dans l'élaboration de projections. Pourtant il semblerait à la vue des interviews que j'ai eus et du portefeuille de la banque X que de nombreux LBOs en difficulté, trouvent l'origine de leurs problèmes dans un changement de régulation inopiné.

Pour conclure, il semble que l'ensemble des résultats obtenus lors d'études académiques antérieures, offrent déjà certaines garanties quant à la pertinence du choix de nos facteurs.

Le travail pourrait trouver sa conclusion par cette confirmation académique large de la relevance des facteurs de résilience relevé. Un test de réalité et la recherche d'une piste d'amélioration le complètera utilement cependant ci-dessous

5) Analyse sur le terrain

De manière à examiner de manière concrète comment se combinent les différents facteurs de résilience entre eux , une étude a porté sur un échantillon de LBOs d'une banque X, choisi par leurs équipes d'analystes pour être représentatif de la réalité d'un portefeuille.

Cette analyse a été complétée par une interview de chaque expert pour situer chaque cas analysé au sein d'une tendance générale et éliminer dans les conclusions à tirer, son caractère idiosyncratique.

L'analyse se base sur dix cas réels issus de divers industries et secteurs, et dont le closing a eu lieu avant crise. Pour chaque cas, une petite description basée sur les caractéristiques au closing sera effectuée et jointe à la grille de lecture comprenant les huit facteurs définis auparavant.

Finalement, une explication sera donnée sur le succès ou l'échec de l'opération.

Etant donné la confidentialité des documents, ni les noms, ni le pays d'attache (au besoin) ne seront évoqués.

5.1) Pour rappel la crise 2008-2009

Avant de démarrer l'analyse au cas par cas, rappelons rapidement en quoi consistait la crise de 2008-2009 :

Dans le courant de l'année 2007, et suite au redressement des taux d'intérêt par la Fédéral Reserve, de nombreux ménages américains furent dans l'incapacité de supporter les charges financières de leurs prêts hypothécaires. Cela mena à une augmentation du nombre de défauts sur ces prêts qui passèrent de 4% en 2005 à plus de 20% en 2008.

Cette vague de défauts affecta pour commencer les banques qui durent enregistrer de fortes dépréciations d'actifs ainsi que de lourdes pertes , obligeant certaines d'entre elles à restaurer leur bilan en débouclant certaines de leurs positions et en diminuant leur niveau d'activité avec un impact dévastateur dans le marché.

En outre, la dissémination des produits nocifs (notamment les subprimes) à travers le monde grâce à la titrisation, a facilité la propagation de la crise et provoqua un retrait progressif d'acteurs majeurs sur la plupart des marchés financiers déjà sous tension.

Ensuite, le repli de la demande des entreprises et des ménages ayant subi l'effondrement du marché des prêts hypothécaires, accentua encore la contagion via la chute du commerce qui diminua de 6% rien que pour le dernier trimestre 2008.

Les effets combinés de la dégradation des marchés financiers et de l'effondrement du commerce mondial engendra une diminution drastique du prix des matières premières et par effet ricochet une déflation rapide dans de nombreux pays.

Le pic est atteint le 15 septembre 2008 avec la faillite de Lehman Brothers. La panique qui suivit la chute de la banque d'investissement provoqua une amplification brutale de la crise financière et de la crise de liquidité.

Cela se traduit par :

- Une explosion des primes de risque sur le marché interbancaire
- Une chute du prix du baril de pétrole passant de 133\$ le baril à 40\$ en l'espace de quelques mois (redoulès, 2009).
- Une contraction de 1,1% de l'économie globale et de plus de 12% du commerce mondial (redoulès, 2009)
- Une perte de 21 trillions de dollars de capitalisation boursière à l'échelle mondiale (redoulès, 2009).

Ces quelques chiffres à eux seuls illustrent suffisamment l'ampleur du phénomène et donnent une bonne idée de la situation face à laquelle l'ensemble des entreprises à travers le globe se sont trouvées confrontées.

5.2) Cas réels

5.2.1) Cas 1

L'entreprise 1 est une société Française dont l'activité principale consiste en la gestion d'infrastructures (tours, antennes) de transmissions pour téléphone, Tv, radio etc. société gère environ 7700 sites situés à des endroits stratégiques, situés naturellement ou artificiellement en hauteur, favorisant une meilleure couverture des zones peuplées.

Entre 2003 et 2005, l'entreprise a eu une croissance robuste de 5,4% p.a.

La position de leader du marché ainsi que la nature de l'activité offre à l'entreprise plusieurs avantages :

- des fortes barrières à l'entrée. Les coûts d'installations et le nombre limité d'emplacements stratégiques restant rendent peu probable l'entrée de nouveaux acteurs sur le marché.
- De bonne relations à moyen et long-terme avec de nombreux fournisseurs d'accès internet, Tv , téléphone etc.
- Leader dans l'adoption des nouvelles technologies.

Enfin, le business model permet une prédictibilité des cash-flows suffisamment correcte pour rassurer les créanciers.

Closing date : Novembre 2006

Facteur	Valeur	Justification
Net Debt / EBITDA	8,2x	/
DSCR	1,2x	/
Croissance du marché cible	4%	/
Conversion du cash	55%	/
Cadre législatif et régulation	-	La taille importante de la société pourrait à terme mener à certains problèmes de régulation
Diversification des revenus	+	Bonne diversification géographique, base de consommateurs très large et très diversifiée

Covenants	+	Une série de 4 ratios portant sur le DSCR (min 1x), la dette totale (max 9x), la couverture des intérêts (ICR) et sur les capex
Support et réputation du sponsor	+	Deux fonds d'investissements solides avec de grosses réserves financières et une forte expérience du marché des LBOs en Europe

A la suite de la crise financière et de la crise économique qui a suivi, la société a vu son chiffre d'affaire diminuer (revenus des contrats liés à l'utilisation et aux flux) malgré la bonne tenue de ses contrats long terme et la qualité des fondamentaux de l'activité (revenus bien diversifiés, barrières à l'entrée, position dominante sur le marché etc.). Les résultats financiers, en deçà des projections faites, s'ils permettaient de faire face aux échéances, ne permettaient pas un désendettement suffisant de la structure faisant peser un fort risque de refinancement à l'échéance 2016.

Dans l'optique de réalléger la structure et d'offrir plus de flexibilité, une réinjection de capital de la part du sponsor et la vente d'une filiale ont eu lieu en 2011 et 2012.

Aujourd'hui, malgré qu'elle ait souffert, la société n'a pas failli et offre désormais des perspectives stables et solides.

5.2.2) Cas 2

L'entreprise 2 est un groupe anglais leader dans la gestion de parking principalement Off-street et aux abords des aéroports. Elle ne possède pas les infrastructures mais s'occupe uniquement de gestion et du servicing.

En 2006, le groupe a enregistré plus de 60 millions de transactions et gérait approximativement 250.000 places de parking partagées entre 800 sites principalement situés au Royaume-Uni.

L'entreprise, active sur le marché des parkings depuis plus de 75 ans, possède une forte image de marque et entretient de très bonnes relations avec les autorités locales. En outre, le cadre législatif évolue favorablement, notamment grâce aux politiques visant à développer les transports en communs et les parkings en périphérie des villes pour décongestionner les centres villes.

La majorité du portefeuille est composé de contrats long terme (5-7) offrant des marges relativement correctes pour l'industrie (15%).

En outre il s'agit d'un LBO tertiaire.

Closing Date : Mars 2007

Facteurs	Valeur	Justification
Net Debt / EBITDA	10,8x	/
DSCR	1,6x	/
Croissance du marché cible	3,9%	/
Conversion du cash	45%	/
Cadre législatif et régulation	+	Evolution du Cadre législative favorable à l'activité
Diversification des revenus	-	Zone géographique unique et activité hautement cyclique fortement corrélée avec le PIB anglais
Covenants	-	Une série de deux ratios Cov-lite. Un des deux ratios porte sur le DSCR qui n'est pas relevant car la structuration est composée uniquement de dette remboursable in fine
Support et réputation du sponsor	+	Fond d'investissement d'origine Australienne très actif sur le marché des infrastructures avec de grosses réserves financières.

La société a été durement touchée par la crise en 2009 et a vu ses revenus et son EBITDA diminuer de 33% et 47% respectivement. En effet, l'entreprise a dû faire face non seulement à une diminution de l'occupation des parkings mais surtout de l'augmentation des loyers ainsi que l'apparition de parkings sauvages (sites pour projets temporairement convertis en parkings). La combinaison de ces facteurs a mené à une diminution de la capacité génératrice de la société et à un manque de liquidité comblé temporairement par des injections de capital de la part du sponsor (en septembre 2009 et décembre 2010).

Malgré les injections de cash, la société, minée par des coûts opérationnels élevés, un endettement insoutenable et une forte baisse de la demande, a dû restructurer sa dette afin de

trouver une solution plus soutenable à ses problèmes opérationnels et de liquidité. La société ne possédant aucun actif de valeur aucune revente ne fut possible afin de générer des liquidités.

5.2.3) Cas 3

L'entreprise 3 est un opérateur téléphonique actif aussi bien sur le marché des lignes fixes que sur la téléphonie mobile. En mars 2006, la société était leader national sur le marché des lignes fixes avec 76% de parts de marché et le troisième acteur sur la téléphonie mobile avec 14,6% de parts de marché.

La société doit faire face à une forte dépendance au secteur des lignes fixes. En effet, cette activité représentait pour l'exercice 2005 97% du chiffre d'affaire et 99% de l'EBITDA.

En tant qu'opérateur national historique (ancien monopole) la firme fait face depuis 1998 à l'ouverture du marché à la concurrence. La compétition est particulièrement rude sur le segment de la téléphonie mobile.

Durant le début des années 2000, le marché des télécoms a profité d'une expansion démographique et d'une croissance du Pib soutenue, permettant un fort développement de l'industrie avec des taux de pénétration de 103% pour le marché des mobiles.

Closing : Août 2006

Facteurs	Valeur	Justification
Net Debt / EBITDA	6,0x	/
DSCR	2,4x	/
Croissance du marché cible	2,9% (-0,4%)	Croissance principalement issue du marché mobile et composant une faible décroissance pour le marché des lignes fixes (phénomène de substitution Fixe => mobile)
Conversion du cash	58%	Faible sachant que la société devra investir substantiellement pour le développement du segment mobile, ce qui à terme impactera négativement le ratio
Cadre législatif et régulation	-	Evolution défavorable avec perte de monopole et incitant à la concurrence

Diversification des revenus	-	Zone géographique unique et positionnement presque exclusivement sur un segment en décroissance
Covenants	+	Série de 5 covenants contraignants et pertinents
Support et réputation du sponsor	-	Fond d'investissement singapourien dont il s'agit de la première expérience d'investissement en Europe

Suite aux effets de la crise et contrairement aux projections effectuées, le marché des mobiles a subi une décroissance venant se combiner à la décroissance observée sur le segment des lignes fixes et mettant sous pression la génération de cash de l'entreprise. En outre le manque de support fourni par le sponsor ainsi que le manque d'initiatives jugées pertinentes visant à améliorer la situation a poussé les créanciers seniors à restructurer la dette de l'entreprise et à en prendre le contrôle.

5.2.4) Cas 4

L'entreprise 4 est un des principaux acteurs sur le marché de la gestion de l'eau. Elle intervient à toutes les étapes du cycle de l'eau (77% du CA) : production et distribution d'eau potable, collecte et exploitation des eaux usées. Elle opère aussi marginalement dans la propreté et la gestion des déchets.

L'un des principaux atouts de la firme réside dans la granularité de son portefeuille qui comporte plus de 5200 contrats offrant une stabilité de revenus. A titre d'exemple, les 39 plus gros contrats représentent moins de 15% du chiffre d'affaire total.

Un point critique de l'activité réside dans la négociation des contrats avec les autorités locales. Or une tendance récente à l'époque poussait les localités à renégocier à la baisse les contrats afin d'assainir les finances publiques.

Le positionnement rural de la firme et ses parts de marché relativement faibles sur les grandes agglomérations l'exposent à une croissance relativement faible voire nulle expliquée par la faible croissance démographique dans l'espace rural.

Closing : Avril 2007

Facteurs	Valeur	Justification
Net Debt / EBITDA	9,0x	/
DSCR	1,12x	/
Croissance du marché cible	2% (0,55%)	Croissance principalement en territoire urbain et plus faible dans les campagnes (0,55%)
Conversion du cash	35%	Près de 50 % de l'EBITDA est consacré aux capex nécessaire à l'entretien et au développement des réseaux.
Cadre législatif et régulation	-	Tendance à la renégociation par les autorités locales et des politiques de sensibilisation à la consommation d'eau à travers l'ensemble du territoire.
Diversification des revenus	+	Zone géographique unique et positionnement presque exclusivement sur un segment en stagnation.
Covenants	+	/
Support et réputation du sponsor	-	Consortium de fonds solides mais dont la pluralité pourrait mener à des difficultés de compromis

Malgré le positionnement du groupe sur des activités à profil de risque modéré, celui-ci a été victime d'une dette financière insoutenable contenu de la capacité de financement interne très faible notamment causé par une diminution des marges sur les contrats renégociés et les besoins de financement en capex.

En plus de la diminution des marges, le contexte économique difficile a mené à une diminution de la consommation et à un retournement du marché de l'eau.

Malgré la bonne tenue des contrats long terme et d'un bon taux de renouvellement (80%-90%), les difficultés profondes ont mené à une restructuration de la dette et une prise de contrôle des banques.

5.2.5) Cas 5

La société 5 est un des leaders de marché dans la gestion de parkings avec 725000 places de parkings réparties sur 3300 sites situés à travers l'Europe. De manière similaire à la société 2, la société 5 est un opérateur pur et ne possède pas les infrastructures qu'elle gère. Cela permet notamment de combiner une faible intensité capitalistique en évitant les capex de maintenance et de développement ainsi qu'une bonne visibilité à long terme sur la génération de cash-flows.

L'entreprise possède un portefeuille de contrats très diversifié comportant des contrats de tailles différentes ainsi que une large base de clients. Un des points faibles est cependant la duration. En effet la plupart des contrats sont des contrats court-terme et comportent donc un risque de renouvellement et de renégociation.

Le marché européen des parkings devrait croître plus vite que le PIB Européen durant les années qui suivent le closing, supporté par l'urbanisation continue et volonté des politiques publiques de désengorger les centres villes.

Closing : Février 2007

Facteurs	Valeur	Justification
Net Debt / EBITDA	8,9x	/
DSCR	1,15x	Tres Faible surtout à la vue de la structure de la dette composée seulement de dette remboursable in fine
Croissance du marché cible	14,6%	Croissance attendue extrêmement élevée (gros doutes sur sa réalisation) => irrationalité
Conversion du cash	75%	La quasi-totalité des dépenses (25%) sur EBITDA est consacré aux capex nécessaires à l'entretien et au développement des réseaux.
Cadre législatif et régulation	+	Evolution du Cadre législative favorable à l'activité notamment grâce aux politiques de désengorgement des centres villes

Diversification des revenus	+	Portefeuille très équilibré et diversifié d'un point de vue géographique
Covenants	-	Pas suffisamment contraignants et irrelevants (Net Debt / EBITDA de 12,5x pour dette au closing de 8,9x) et pas de prise en compte des dettes juniors dans le calcul des covenants
Support et réputation du sponsor	+	Expérimenté et financièrement solide

Bien que le groupe ait pu jouir d'une bonne diversification et d'une forte présence sur ses marchés, il a fortement souffert de la crise mais également d'erreurs du management avec la signature de nouveaux contrats fortement déficitaires en raison de loyers floorés à payer et trop importants au regard de la fréquentation des parkings. En outre le taux de renouvellement des contrats de concession est tombé à seulement 30 % engendrant une dégradation substantielle de l'EBITDA.

Le poids de la dette financière excessive construite sur des hypothèses de croissance irrationnelle combinée à une faiblesse de liquidité et une chute des performances opérationnelles, ont mené à une explosion de la dette pour atteindre un ratio Net debt / EBITDA de 17x.

Malgré une injection de capital de la part du sponsor, le management a été dans l'incapacité de trouver de nouveaux sponsors Equity, ce qui a provoqué l'échec des négociations de refinancement et a donc mené à une profonde restructuration de la dette.

5.2.6) Cas 6

L'entreprise 6 consiste en un projet d'infrastructure. Il s'agit d'une autoroute à 4 bandes s'étendant sur 250 kilomètres dans le nord des Etats-Unis. En 2004, le trafic moyen journalier était de 29000 véhicules.

Il s'agit d'une concession obtenue auprès de l'état par le sponsor pour une durée de 75 ans. L'état garde malgré la concession certains droits de veto concernant l'établissement des prix et la revente d'actifs. En contrepartie du droit à la perception des revenus de l'autoroute, l'entreprise devra payer une rente annuelle à l'état.

Les revenus sont générés de deux manières différentes. Premièrement par une section à barrières (50 km) et ensuite par un système à tickets (200km). En 2006, les méthodes de paiement étaient toujours manuelles. Cependant, il était prévu qu'un système de péage électronique soit installé endéans les deux ans suivant le closing. L'objectif étant d'abord de réduire les couts opérationnels et ensuite de fluidifier le trafic

Enfin, le trafic apparaissait être hautement corrélé avec l'évolution du Pib américain.

Closing : Juin 2006

Facteurs	Valeur	Justification
Net Debt / EBITDA	25x	/
DSCR	1,00x	/
Croissance du marché cible	12,5%	S'agissant d'un projet, nous prendrons la croissance prévue dans le business plan, la croissance du marché cible paraissant moins pertinente dans ce cas-ci.
Conversion du cash	72%	Principalement des Capex de maintenance relativement stable à travers la vie du projet.
Cadre législatif et régulation	+	Stable
Diversification des revenus	-	Mono-projet, Mono-pays
Covenants	-	Cov-loose
Support et réputation du sponsor	+	Fond d'investissement d'origine Australienne très actif sur le marché des infrastructures avec des grosses réserves financières.

De par sa forte corrélation avec le Pib US, le projet a fortement subi l'effet de la crise et de la récession, provoquant une divergence substantielle avec les projections faites lors de la structuration (en Janvier 2011, les revenus étaient inférieurs de 27,5% par rapport aux projections).

L'incapacité résultante de désendetter la structure combinée à des liquidités limitées a mené à un défaut de paiement. La qualité de l'actif sous-jacent et la longueur de la concession offrent malgré tout une belle garantie et facilite les négociations concernant les réinjections de capital et la restructuration de la dette.

Pour l'anecdote, la concession a été revendue il y a quelques semaines pour une somme (36x EBITDA) presque deux fois supérieure à celle de 2006. Preuve, s'il en est, de la qualité de l'actif ou tout simplement du retour à l'irrationalité candide inhérente aux périodes pré-crises, favorisée par des taux d'intérêts extrêmement bas.

5.2.7) Cas 7

L'entreprise consiste en un aéroport situé en périphérie d'une capitale européenne. En tant que premier aéroport national, il jouit d'une position stable. Le trafic consiste principalement en un trafic d'origine et de destination (O&D) évitant ainsi le marché fortement volatile Hub/Transfer (Moins de 10% du trafic). L'aéroport bénéficie, en outre, d'une très large base de compagnies aériennes.

L'aéroport présente une forte proportion de voyageurs d'affaires (58%), qui offre une meilleure résilience que le segment des voyages loisir.

Entre 1999 et 2002 d'importants investissements ont été réalisés (240€ millions) afin d'étendre et de moderniser les installations. En 2004 le trafic était de 15,6millions de passagers, pour une capacité totale de 28 millions de passagers.

De manière générale, la régulation en vigueur est stable. Cependant, il se pourrait en fonction d'impératifs environnementaux que certaines décisions soient prises pour diminuer les nuisances sonores ainsi que la protection de l'environnement. L'impact de potentielles mesures demeure toutefois faible et ne devrait pas peser de manière substantielle sur les résultats futurs.

Closing : Décembre 2005

Facteurs	Valeur	Justification
Net Debt / EBITDA	8,3x	/
DSCR	4,01x	/
Croissance du marché cible	5,3%	Croissance du marché comparable à celle observée sur les 15 années précédentes.
Conversion du cash	71%	Principalement des Capex de maintenance relativement stable à travers la vie du projet.
Cadre législatif et régulation	-	Risque de changement de législation lié à la prise de mesures de protection de l'environnement et de réduction du bruit aux abords de l'aéroport
Diversification des revenus	-	Revenus fortement dépendant du contexte macro de la région
Covenants	+	Série de 6 covenants contraignants et relevant
Support et réputation du sponsor	+	Fond d'investissement d'origine Australienne très actif sur le marché des infrastructures avec des grosses réserves financières.

Dans le contexte de crise et de diminution du trafic aérien, l'aéroport grâce une structure financière saine et un profil hautement liquide a su trouver les ressources nécessaires à la bonne tenue de l'activité.

5.2.8) Cas 8

L'entreprise 8 est un des acteurs principaux dans la gestion des déchets au Royaume-Uni. Il opère sur l'ensemble de la chaîne de valeur c'est-à-dire de la récolte jusqu'au recyclage et la remise en service des matières premières. La firme gère 32 décharges à travers le pays et s'occupe de la récolte des déchets pour plus de 20 municipalités, ce qui correspond à environ 750000 personnes et 3,3 millions de tonnes de déchets par an.

En outre l'entreprise, est un fournisseur d'énergie renouvelable et produit environ 111MW grâce notamment à l'énergie et plus spécifique le gaz, dégagée par les décharges.

L'activité offre des cash-flows stables et très peu volatils et jouit d'une forte croissance soutenue par un marché des déchets en pleine croissance (croissance annuelle moyenne de 7,5% par an entre 1999 et 2007). Les prévisions faites pour la période 2007-2012 font état d'une croissance similaire (8%) principalement dûe à une pénurie d'espace de décharge plutôt que par une hausse du volume.

Closing : April 2008

Facteurs	Valeur	Justification
Net Debt / EBITDA	5,6x	/
DSCR	1,05x	/
Croissance du marché cible	6-8%	Il semble difficile de pouvoir tenir des taux de croissance trois fois supérieurs à la croissance nationale surtout en sachant la corrélation qu'il existe entre la croissance du Pib et ce marché
Conversion du cash	39,3%	Principalement des Capex de maintenances relativement stables à travers la vie du projet.
Cadre législatif et régulation	-	L'industrie a vu une forte volatilité dans la régulation au cours des années précédant le deal. La tendance visant à favoriser des méthodes de recyclage plus écologique étant contraire aux décharges
Diversification des revenus	-	Sur-dépendance sur une seule méthode de recyclage et dépendance géographique à la conjoncture anglaise
Covenants	+	Contraignant en termes de liquidité, de politiques d'investissements
Support et réputation du sponsor	-	Consortium de fonds

Seulement quelques mois après le début du LBO, le Royaume-Uni fut touché par la crise financière et la récession économique, ce qui résulta en une forte diminution de la consommation et donc de la quantité de déchets ainsi qu'aux prix élevés de la procédure de recyclage. En outre, les taxes prélevées sur les décharges ont augmenté significativement suite à la décision politique de favoriser encore davantage les méthodes plus écologiques.

Etant donné la situation et afin de maintenir sa position sur le marché, la société a décidé de racheter un concurrent en 2010. Directement après l'acquisition, un nouveau management fut nommé afin de s'atteler à la fusion des deux entités.

Cependant, le poids financier de l'acquisition combiné à la dette déjà existante et à une situation macro-économique défavorable a poussé la société dans une situation intenable requérant une restructuration de sa dette et une réinjection de capital de la part de nouveaux actionnaires.

5.2.9) Cas 9

L'entreprise 9 est un des principaux concessionnaire d'autoroute en Europe (2^e par taille, 3^e par revenus). Il s'agit d'une entreprise déjà bien établie, composée d'actifs solides, d'un management expérimenté et d'un trafic en constante augmentation. La concession couvre une zone de 2,194km d'autoroutes avec péages, aires de repos, stations-services et systèmes de communication.

Il est estimé qu'environ 27 millions d'usagers passent sur les routes contrôlées par le holding chaque année, ce qui représente 650000 transactions par jour en moyenne.

97% des revenus du groupe sont générés par les péages, le reste consistant aux frais liés à certains services de dépannages et d'aides.

Les investissements, d'un montant plutôt faible, visent principalement à entretenir et améliorer le réseau existant. En conséquence, le réseau quasiment achevé a fait ses preuves et devrait assurer à la société des cash-flows récurrents jusqu'à l'échéance des concessions.

De plus, le contexte réglementaire est protecteur dans la mesure où le contrat de concession (qui court jusqu'en 2032) prévoit notamment le maintien de l'équilibre économique en cas de

modification réglementaire ou fiscale et une augmentation des tarifs au moins égale à 70% de l'inflation.

Closing : Mars 2006

Facteurs	Valeur	Justification
Net Debt / EBITDA	10,8x	/
DSCR	1,40x	/
Croissance du marché cible	2,7%	Hypothèses conservatrices et rationnelles
Conversion du cash	65%	Principalement des Capex de maintenances relativement stables à travers la vie du projet.
Cadre législatif et régulation	+	Stable depuis de nombreuses années et renforcé par la participation de l'état dans la structure.
Diversification des revenus	-	Dépendance vis-à-vis d'une seule infrastructure.
Covenants	+	Convenants serrés obligeant à une gestion minutieuse dès le début du LBO
Support et réputation du sponsor	+	Fond d'infrastructure parmi les plus reconnus dans le monde non seulement pour son expertise mais aussi pour sa vision à long terme.

La crise économique de 2009 a pesé sur l'activité du groupe, faisant baisser les résultats et menant à une légère divergence avec ce qui avait été prévu dans les projections.

Cependant, la capacité de financement interne solide, la structure saine et la qualité de l'actif se sont avérés être un atout d'une importance majeure afin de face à la situation économique dégradée.

Aujourd'hui, il paraît clair que l'opération fut une véritable réussite.

5.2.10) Cas 10

L'entreprise est axée sur l'industrie aéronautique, notamment à travers la gestion d'un des aéroports les plus importants d'Europe mais aussi à travers la gestion de la logistique au sol et des zones commerciales, dans de nombreux aéroports à travers le monde. Le groupe est donc divisé en quatre segments : Aviation (30% du CA), Commerces et immobilier (20%), Gestion du trafic au sol (27%) et activités externes¹⁴ (23%).

En 2007, une très faible croissance de 2,6% a été observée pour les segments aviation, activités externes et gestion au sol. Cela provenant principalement des contraintes de capacité de la plupart des aéroports gérés par le groupe.

Les revenus issus du segment non –aviation, ont, pour leur part, crû de manière substantielle. La croissance est engendrée par la montée des loyers causée par une forte demande pour les espaces commerciaux au sein des terminaux.

Bien que les gouvernements tendent à favoriser les activités aéroportuaires, les impératifs environnementaux et de sécurité pourraient venir ralentir, voir empêcher, le développement de nouvelles infrastructures.

Pour finir, la très bonne diversification des revenus et l'empreinte globale de l'activité du groupe lui ont permis de démontrer un fort taux de résilience, notamment lors du début des années 2000 lors de la période faisant suite aux attentats du 11 septembre.

Closing : Juin 2008

Facteurs	Valeur	Justification
Net Debt / EBITDA	2,5x	/
DSCR	7,07x	Non-relevant car financement par dette remboursable <i>in fine</i>
Croissance du marché cible	2%	/

¹⁴ Gestion des activités aéroportuaires d'autres aéroports dont le groupe ne possède pas les infrastructures.

Conversion du cash	25%	
Cadre législatif et régulation	-	Stable sur les dernières années mais gros risques de modifications.
Diversification des revenus	+	Diversification quasi-équitable entre plusieurs activités et sur plus zones géographiques
Covenants	-	Cov-loose
Support et réputation du sponsor	+	Solide consortium soutenue par une participation de l'état et des autorités locales

Malgré les contraintes de capacité et l'éclosion de la crise, le groupe grâce à sa diversification de revenus, ses marges substantielles, ses qualités d'actifs et une structure financière saine a réussi à ne jamais se trouver en difficulté vis-à-vis de ses obligations financières.

En outre, le groupe qui a investi massivement (7 Milliards entre 2007 et 2015) dans la modernisation et l'accroissement de capacité de ses terminaux, a pu pleinement profiter du regain dans l'industrie aéroportuaire.

6) Observations des résultats et analyse

6.1) Analyse générale

En termes d'analyse générale, quelques résultats intéressants se dégagent.

Premièrement, il apparaît que chaque deal n'ayant eu au maximum qu'un facteur quantitatif négatif ait réussi à survivre à la crise. Aucune tendance similaire ne semble se dégager pour les facteurs qualitatifs. Cela peut s'expliquer notamment par le fait que les facteurs quantitatifs sont une représentation d'une réalité déjà matérialisée de la firme à un moment donné. A l'opposé, les facteurs qualitatifs ne sont que des hypothèses de stabilité ou au contraire de volatilité sur l'évolution future de l'entreprise. En effet, le danger lié à un manque de diversification ou la nécessité de pouvoir compter sur un ou des sponsors de qualité ne sont réels, que lorsque la société fait face à des difficultés.

En d'autres termes et de manière générale, si les facteurs quantitatifs peuvent être perçus comme les déclencheurs, les facteurs qualitatifs peuvent eux être perçus comme procycliques ou anticycliques.

Cela peut donc expliquer, le fait qu'il soit possible de supporter un plus grand nombre de facteurs qualitatifs négatifs que de quantitatifs.

Par exemple, l'utilisation de covenants offrant des marges de sécurité trop large et pas suffisamment contraignants joue contre l'emprunteur en ne l'obligeant pas à anticiper et corriger au si vite que possible certains problèmes de solvabilité ou de liquidité qui , à moyen et long terme pourrait le mener à un défaut . A l'opposé, en le privant en partie de sa liberté de gestion, des covenants contraignant jouent le rôle d'atténuateur en le forçant à solutionner directement la moindre complication.

Le cadre législatif constitue cependant une exception. En effet, un changement radical de régulation peut à lui seul, décider de la continuité de l'activité d'une entreprise et a fortiori d'un LBO.

Deuxièmement, il semble que les opérations combinant plus de 3 facteurs négatifs aient plus de difficultés à soutenir une période de stress. Il paraît, en effet, intuitif qu'un LBO, doté d'une structuration trop agressive dans un environnement instable et fragile, puisse faire face à de sérieuses difficultés à surmonter des retournements conjoncturels.

6.2) Analyse détaillée

Il est intéressant de noter que la quantité d'endettement, bien qu'elle soit un élément majeur, ne représente un danger que dans la mesure où elle se combine à d'autres facteurs critiques. Parmi les dix cas analysés, trois d'entre eux, dont la dette était supérieure au seuil critique de 6x EBITDA se sont soldés par une réussite. À l'inverse, deux cas où la dette était inférieure à 6x se sont soldés par un échec. Cela peut aussi tenir au fait que l'EBITDA ne soit pas représentatif de la structure bilantaire et qu'il puisse donc ne pas intégrer l'ensemble des éléments de la structure.

	Net debt / EBITDA	DSCR	Croissance du marché cible	Cash conversion	Regulation	Diversification des revenus	Covenants	Qualité du sponsor	Réussite
Cas 1	8,2x	1,2x	4%	55%	-	+	+	+	+
Cas 2	10,8x	1,6x	3,9%	45%	+	-	-	+	-
Cas 3	6,0x	2,4x	-0,4%	58%	-	-	+	-	-
Cas 4	9,0x	1,12x	0,6%	35%	-	+	+	-	-
Cas 5	8,9x	1,15x	14,6%	75%	+	+	-	+	-
Cas 6	25x	1,0x	12,5%	72%	+	-	-	+	-
Cas 7	8,3x	4,01x	5,3%	71%	-	-	+	+	+
Cas 8	5,6x	1,05x	8%	39%	-	-	+	-	-
Cas 9	10,8x	1,4x	2,7%	65%	+	-	+	+	+
Cas 10	2,5x	7,07x	2%	25%	-	+	-	+	+

A contrario, le DSCR paraît être déterminant pour la pérennité future de l'entreprise. A chaque fois qu'il fut inférieur au seuil fixé de 1,2x, la société dû faire face à une restructuration profonde notamment à travers l'effacement de partie substantielle de sa dette. Néanmoins, un DSCR offrant une certaine marge de sécurité n'est pas synonyme de réussite. En effet, deux cas sur les dix, dont les DSCR qui exhibaient pourtant des valeurs relativement confortables (1,6x ; 2,4x), n'ont pas résisté à la crise. Ce manque de prédictibilité peut être le reflet d'une limitation du DSCR, consistant à son manque de pertinence lorsque la structuration comporte une part relativement importante de dette remboursable *in fine*.

Ensuite, nous pouvons remarquer qu'à chaque fois que les hypothèses de croissance semblaient rationnelles et conservatrices, l'opération a été un succès. Cela peut faire écho à ce qui a été décrit auparavant en rappelant que la déconnexion des projections avec les réalités de marché sont certainement une des raisons principales de l'échec d'un LBO.

En outre, chacun des gestionnaires de portefeuille de la banque X interviewés, ont rappelé l'importance de pouvoir revenir sur les fondamentaux. Cette question des fondamentaux est toutefois centrale car elle incarne à elle seule la conception profonde que l'on peut avoir du business model d'une firme ainsi que l'environnement macroéconomique dans lequel cette dernière se trouve à un moment donné.

Parmi les facteurs qualitatifs, la qualité du sponsor apparaît comme essentielle. En effet, à chaque fois que l'entreprise n'a pas pu compter sur le soutien de son sponsor lorsqu'elle faisait face à des complications, elle n'a pas pu trouver les ressources suffisantes pour pallier ses difficultés. Il semble en effet inconcevable de pouvoir résister à quelque problème que ce soit sans pouvoir compter sur le soutien de son actionnariat. Parmi l'échantillon, à chaque fois qu'un sponsor manquait d'engagement ou d'expérience, l'opération s'est soldée par un échec, confirmant l'importance du sponsor lors des périodes de crise. Cette condition n'est évidemment pas nécessaire si la structure est auto-suffisante.

Par exemple, les réinjections de cash, en plus de fournir du capital « frais », donne un signal clair aux créanciers et favorisent les négociations concernant le coût de la dette et le possible refinancement. Il semble donc clair qu'un sponsor de qualité est un véritable atout qui sans régler l'ensemble des problèmes, pourra au moins offrir l'équivalent d'un dernier filet de sécurité

Parmi les autres critères, aucune tendance claire ne semble se dessiner. Il faut cependant garder à l'esprit, bien que certains facteurs paraissent plus importants que d'autres, que c'est la combinaison de facteurs qui va donner au LBO son caractère dangereux.

7) Conclusions

7.1) conclusions

Il apparaît, à la vue des résultats obtenus sur les dix cas analysés, que les LBOs exhibant une structure de départ saine, c'est-à-dire avec moins de quatre critères négatifs offrent plus de chance de survie sous des chocs conjoncturels. De plus, la grille de lecture paraît offrir une certaine facilité à la prédictibilité de l'issue d'un LBO. Dans l'ensemble des cas, il a été possible en considérant la règle des trois facteurs négatifs maximum de prévoir un futur défaut ou une restructuration à venir. En outre, la capacité à générer des liquidités semble se positionner comme un facteur indispensable à la bonne continuation de l'activité en période de crise.

Ces observations apparaissent d'autant plus fondées que les gestionnaires de portefeuilles tendent à confirmer sur base de leur expérience ainsi que sur base du portefeuille actuel, l'extrapolation possible des résultats sur l'ensemble d'un portefeuille.

Dans un rapport mandaté par le Congrès américain à l'office gouvernemental de comptabilité, il est intéressant de s'apercevoir que sur un échantillon de LBOs américains extrêmement endettés, le rapport donne comme facteurs prépondérant à la résilience, quatre facteurs similaires aux facteurs quantitatifs énumérés dans le travail: « les conditions économiques futures, la capacité à rembourser les échéances, le coût d'achat initial ainsi la stabilité des marges et de la profitabilité. »

En outre deux rapports réalisés par la banque de France et la banque d'Angleterre viennent également soutenir le choix des facteurs et leurs impacts en considérant, l'endettement total, les liquidités, la qualité du sponsor et la croissance du marché cible comme étant parmi les principales causes de difficultés pour les LBOS

Par conséquent, il semble, sur base des résultats des analyses de cas, des études académiques à large échantillonnage, et sur base des conclusions analytiques émises par de nombreuses institutions gouvernementales et financières, que la méthode initiée dans le présent travail, basée sur l'analyse de certains facteurs clés, qualitatifs, quantitatifs et environnementaux, permet par leur combinaison, de présager de la résilience des LBOs à travers les crises.

7.2) limitations et pistes pour le prolongement de la recherche

Une des limitations qu'il faut garder à l'esprit lors de la lecture des résultats consiste au faible nombre de cas considérés dans l'analyse. En effet, bien que nombreuses études tendent à confirmer de manière indirecte les résultats obtenus grâce à la grille de lecture, il serait intéressant d'effectuer une analyse basée sur un échantillon plus large permettant de mesurer de manière statistique la relevance des résultats et surtout la capacité à prévoir certains défauts.

Ensuite, en se basant sur les résultats d'autres études, il serait intéressant d'intégrer au sein de la grille de lecture d'autres facteurs afin d'en améliorer la prédictibilité.

Deux éléments semblent se dégager: le management et la qualité des actifs sous-jacents

Concernant les actifs, Easterwood (1998) a en effet démontré qu'une société capable de se désinvestir en revendant des actifs de qualité était plus à même de supporter un stress économique.

Finalement, il semble possible d'améliorer certains critères en les modifiant légèrement.

En effet, de meilleurs résultats pourrait être obtenus en modifiant le Net Debt / EBIDTA par un Gross Debt / EBITDA, éliminant de cette manière le biais que pourrait engendrer d'importantes réserves de cash lors du closing.

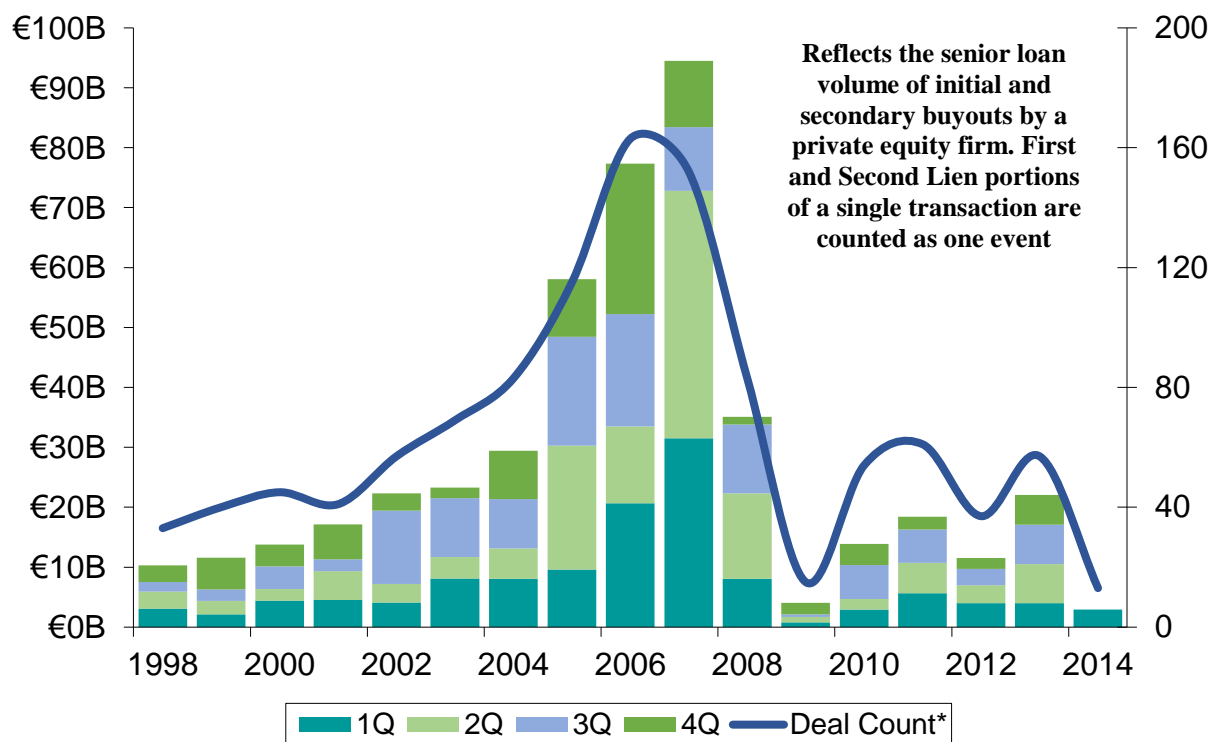
Ensuite, la mise en place de structures d'endettement avec remboursement *in fine*, rendent parfois le DSCR non-relevant. Il s'agirait donc de développer un DSCR synthétique considérant, peu importe la structure, un remboursement linéaire du capital au fur et à mesure de la vie du financement. Cela pourrait notamment permettrait d'intégrer dans le calcul, la génération de cash nécessaire au remboursement final.

Enfin, il serait pertinent de modifier le facteur croissance du marché cible par une valeur prenant plus en considération les projections micro en compte. La nouvelle valeur consisterait une sorte d'écart-type de la différence entre les projections faites pour le marché sur base de son historique et sa dynamique et celles faites pour l'entreprise. Cela pourra permettre d'identifier plus rapidement de potentielles irrationalités dans les estimations de croissance utilisées dans le business plan.

8) Annexes

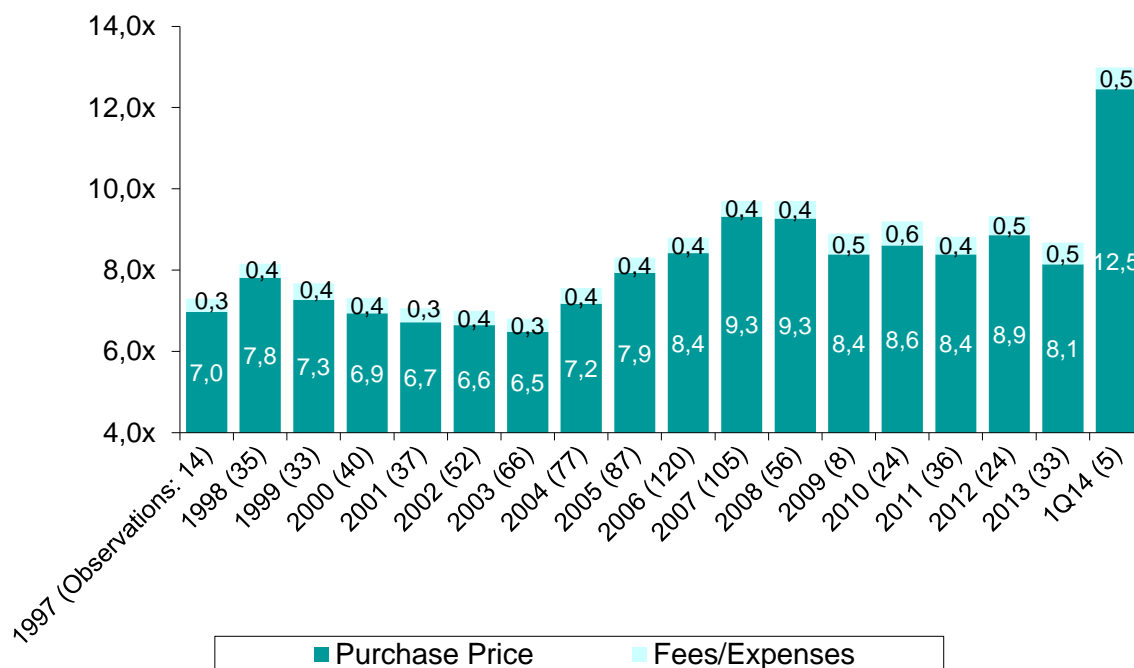
8.1) Marché des LBOs

8.1.1) Initial/Secondary Buyouts Loan Volume

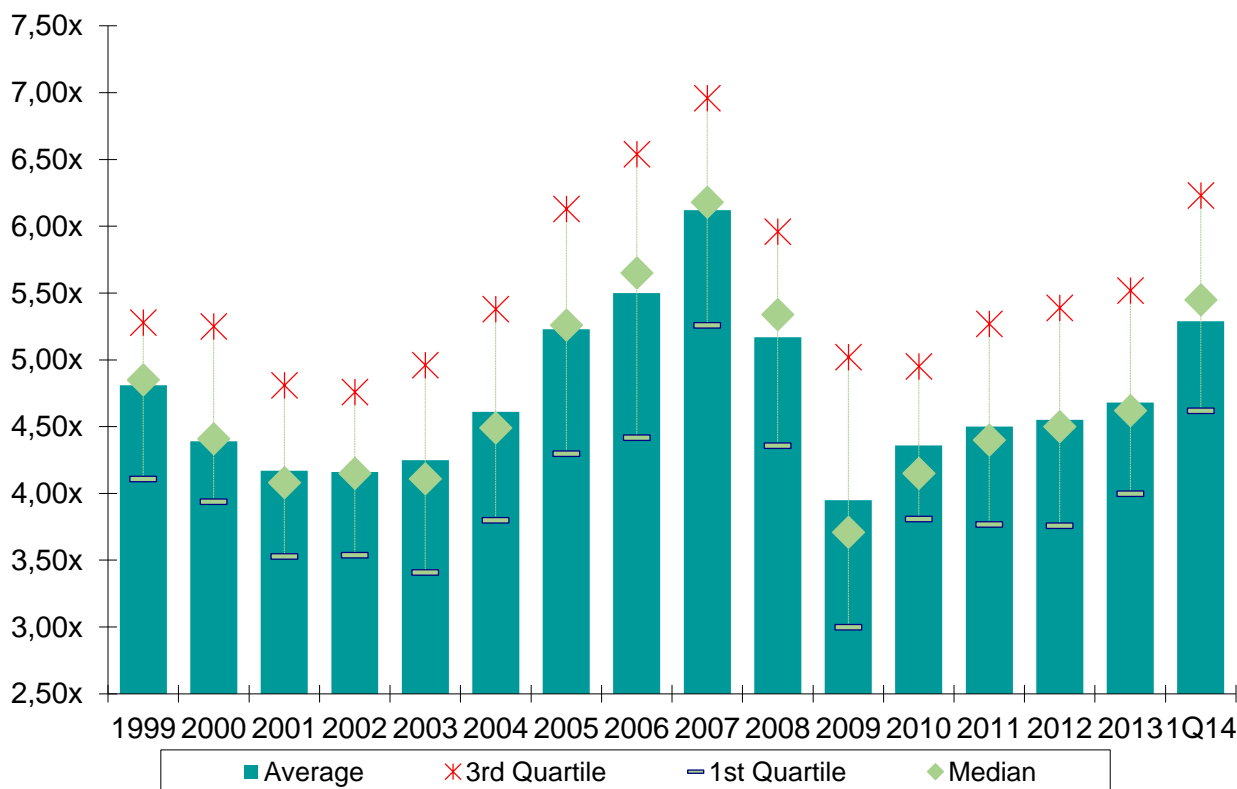


Copyright © 2014 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved

8.1.2) Avg. LBO Purchase Price as Multiple of Pro Forma Trailing EBITDA

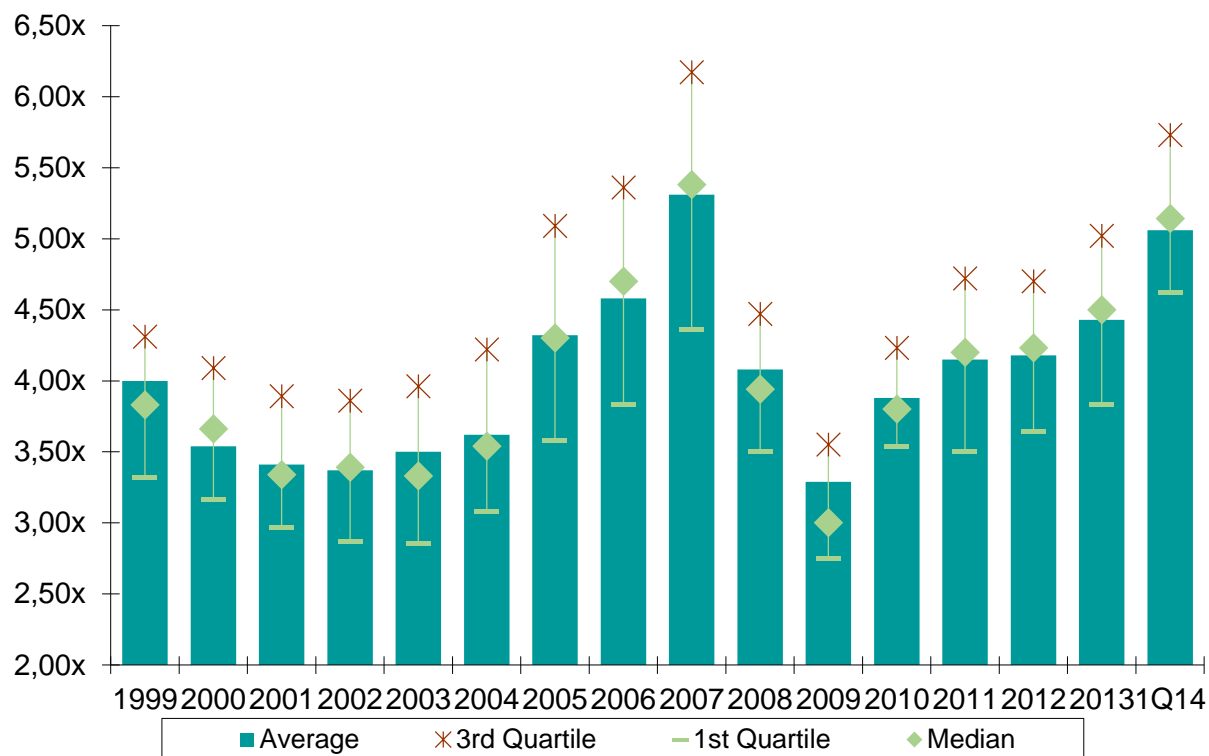


Copyright © 2014 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved



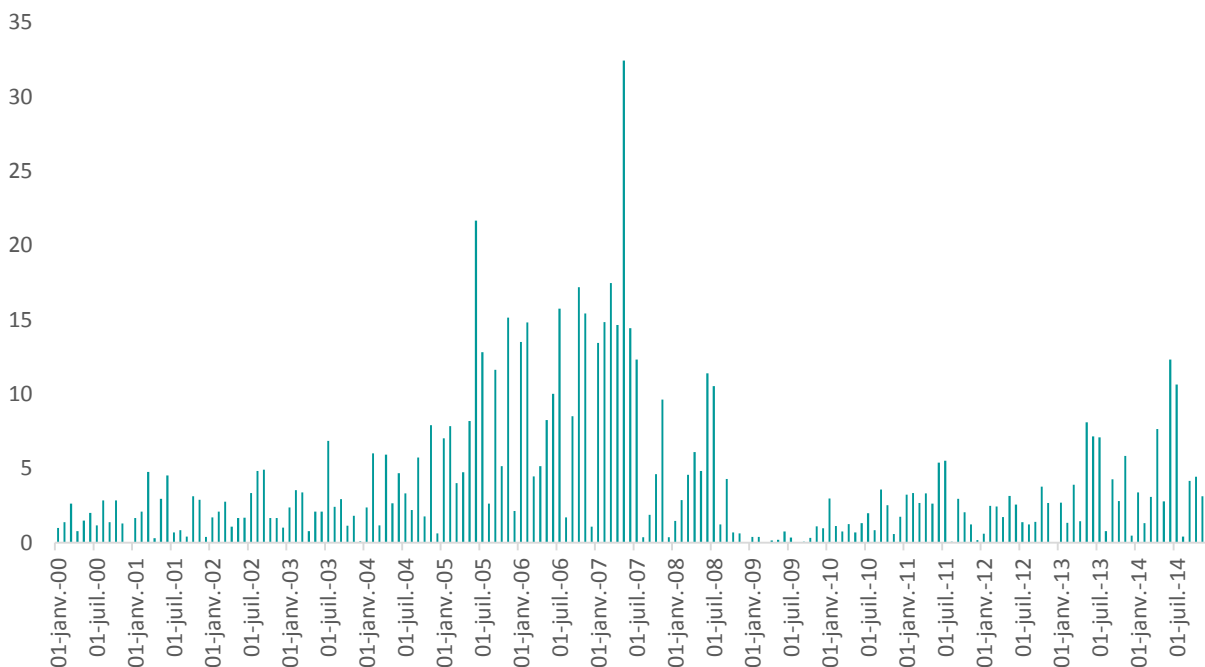
Copyright © 2014 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved

8.1.3) Distribution of Pro Forma Senior Debt/EBITDA for LBOs



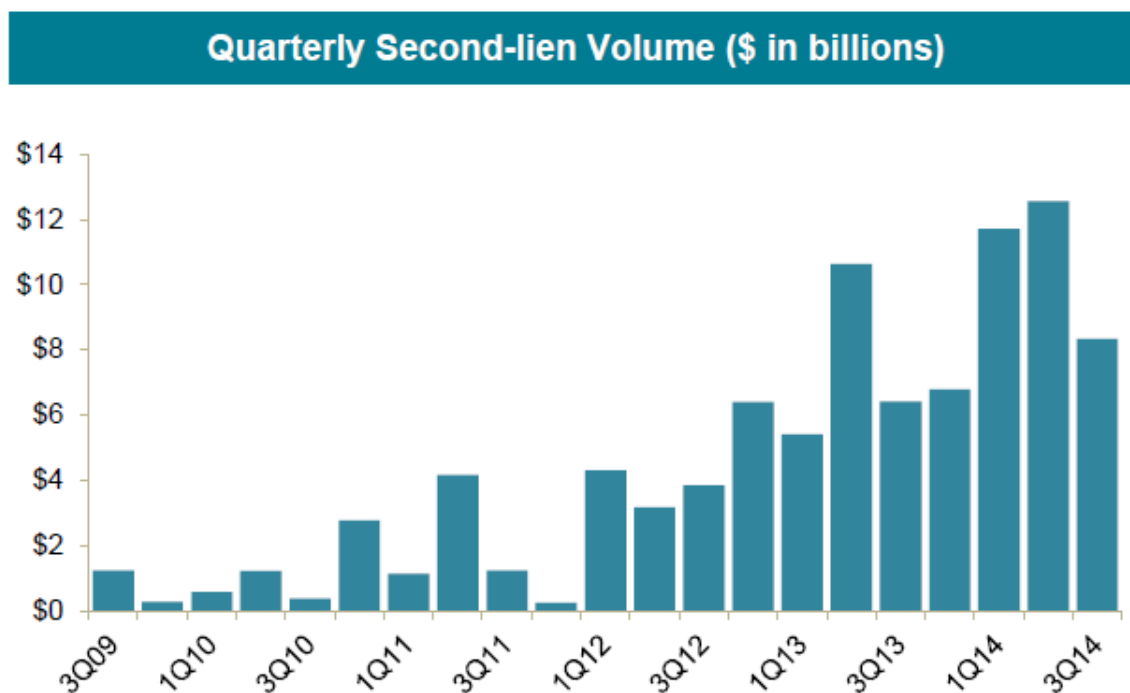
Copyright © 2014 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved

8.1.4) European LBO loan Volume issuance (in Billion)



Standard & Poor's | Leverage commentary and data

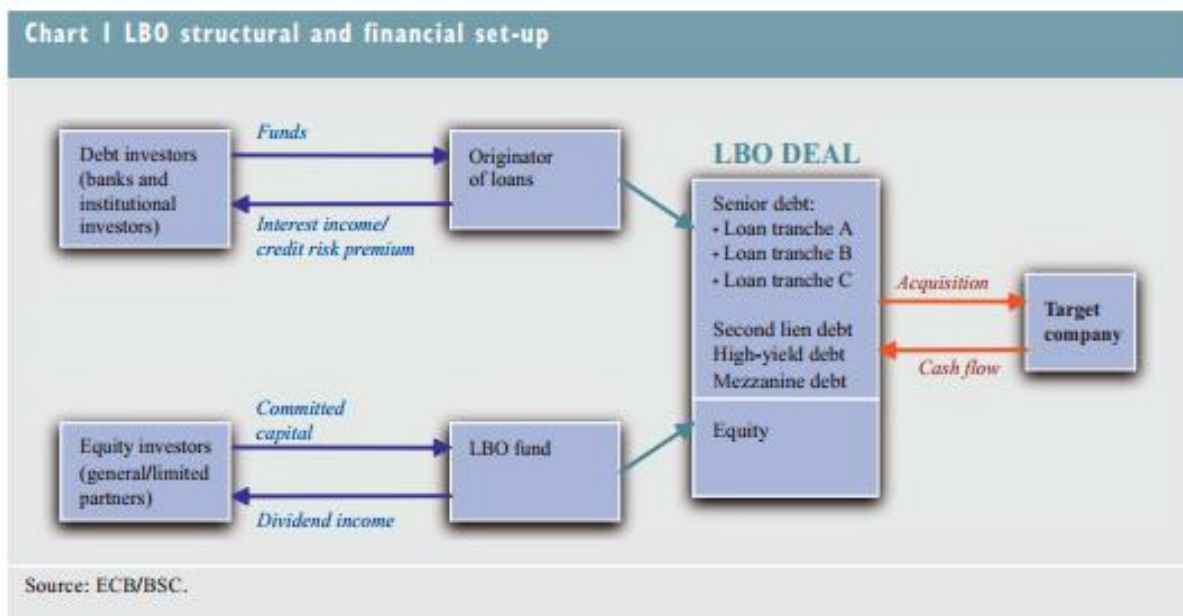
8.1.5) Global second-lien quarterly issuance



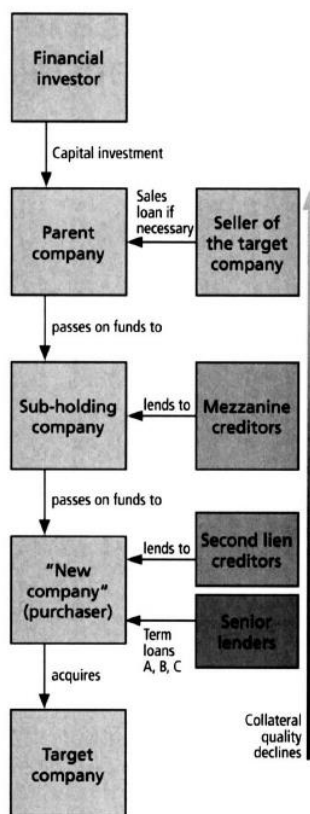
Standard & Poor's | Leverage commentary and data

8.2) Structure de la dette

8.2.1) LBO structuration

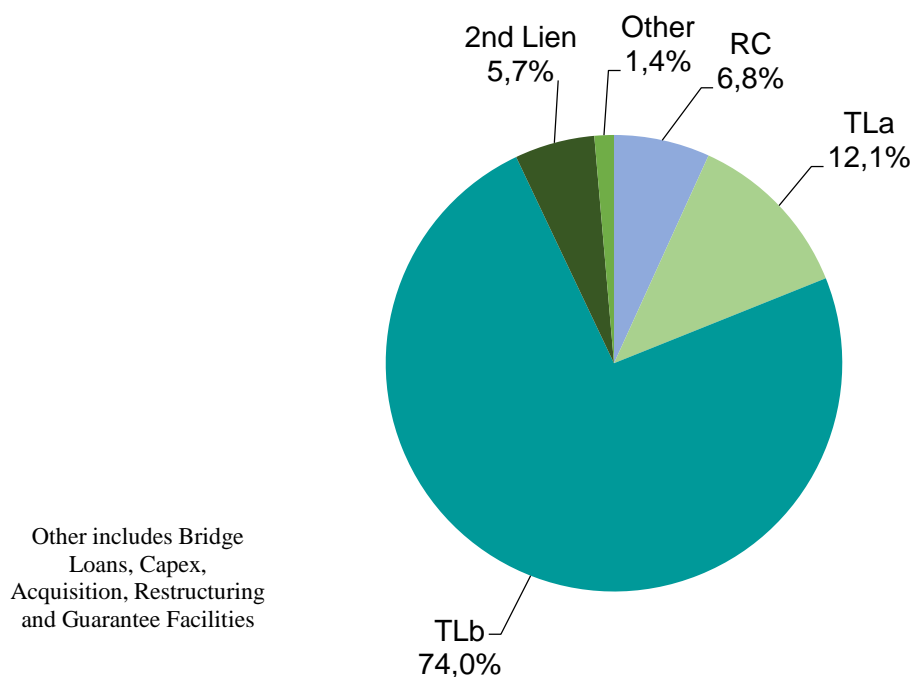


8.2.2) Financial Structuration



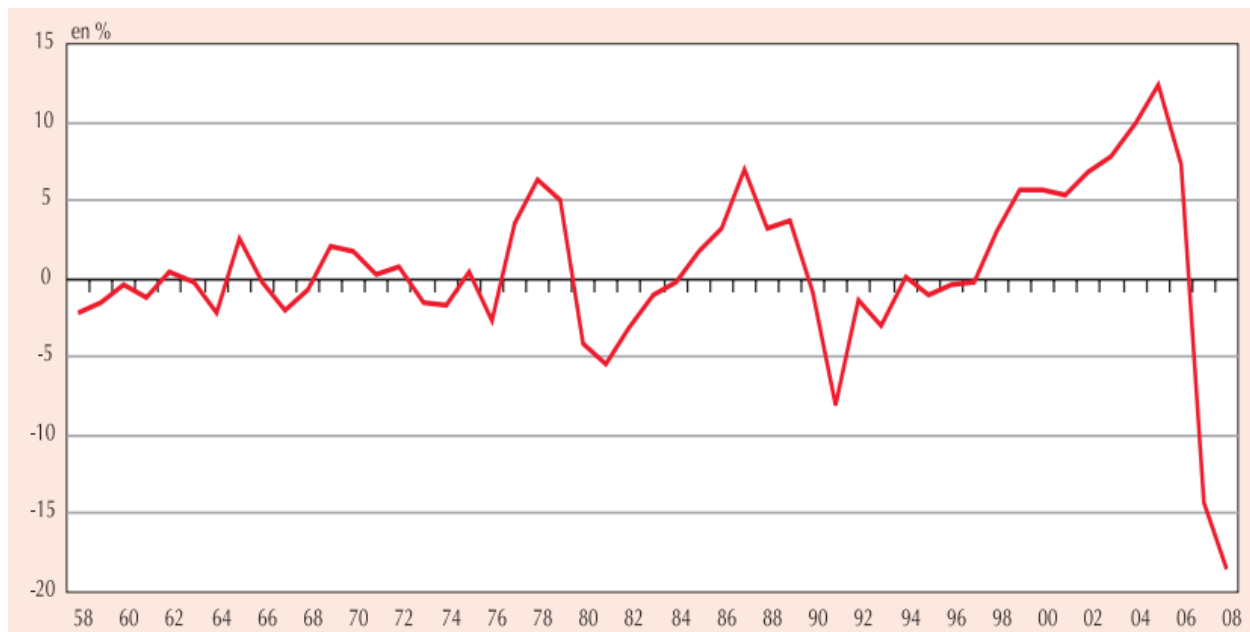
Deutsche Bundesbank

8.2.3) Diversification of Senior Structure for Buyouts: Europe.1Q14



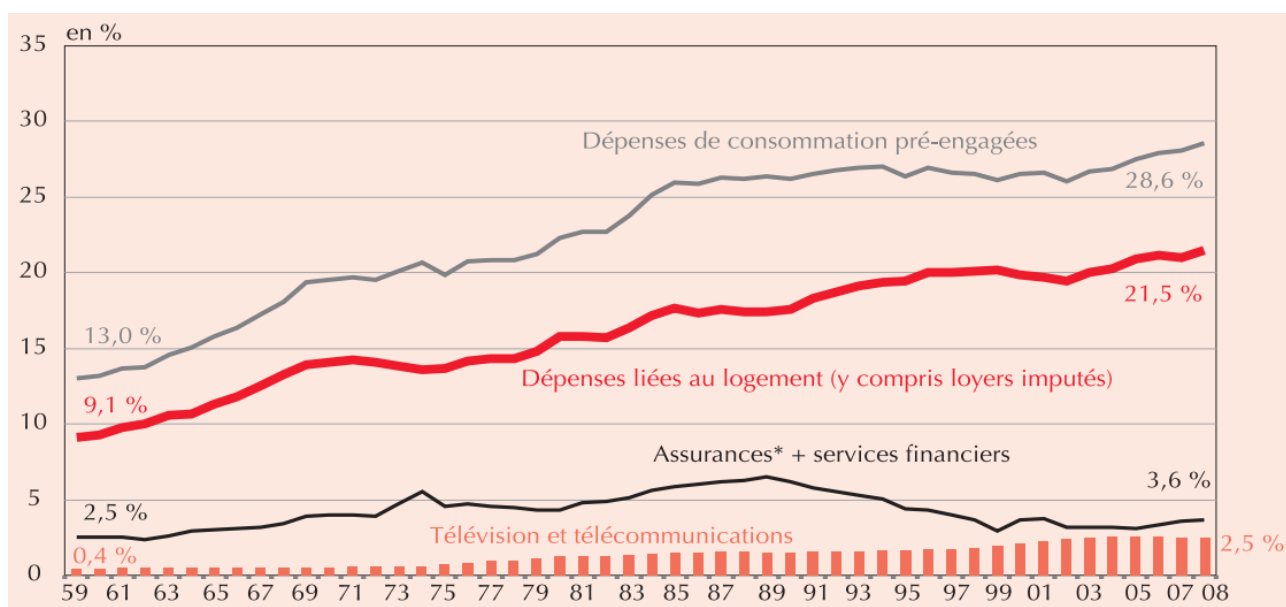
8.3) La crise

8.3.1) Taux de croissance annuel des prix de l'immobilier aux États-Unis



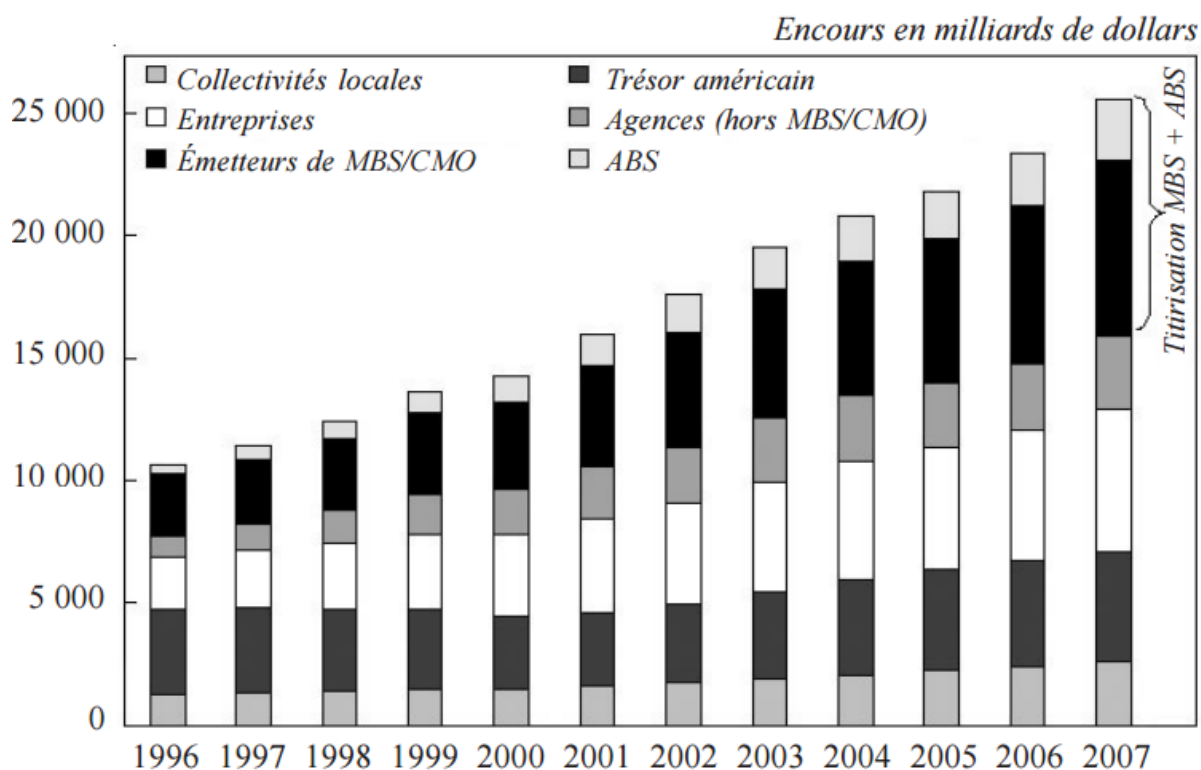
L'économie mondiale en 2008: du ralentissement à la récession. Insee, L'économie française, édition.

8.3.2) Part des dépenses de consommation « pré-engagées » dans le revenu disponible brut



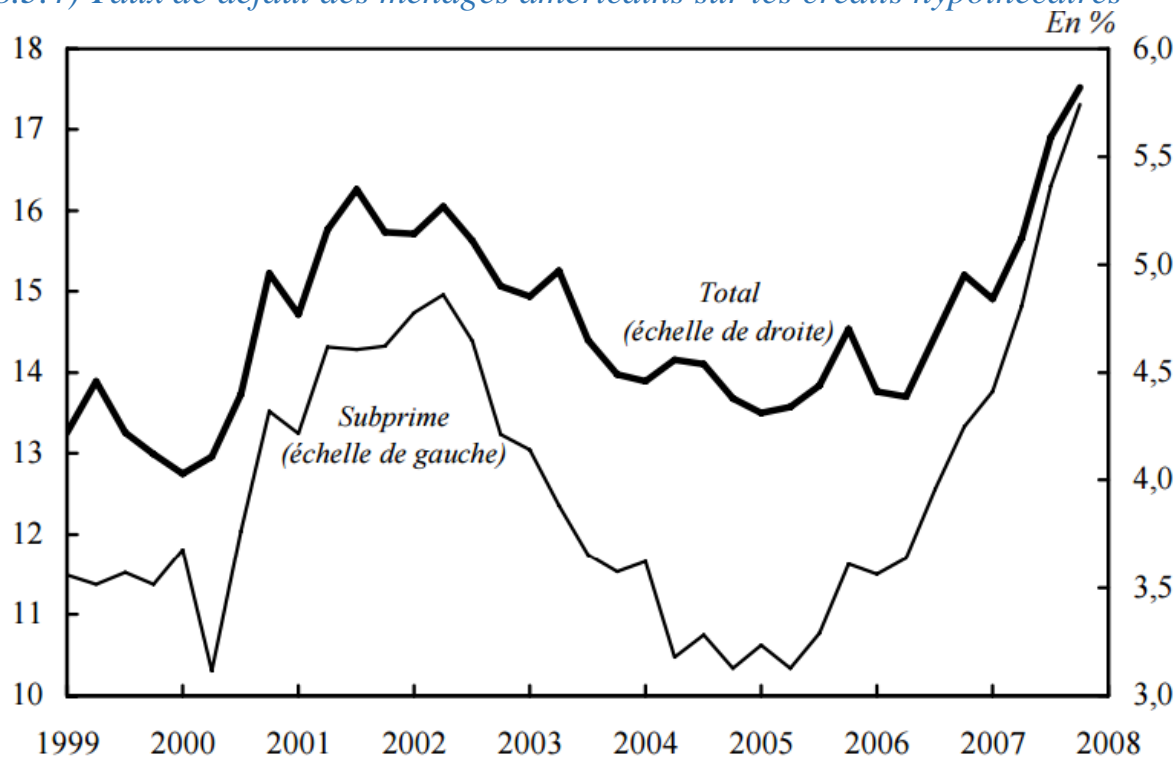
L'économie mondiale en 2008: du ralentissement à la récession. Insee, L'économie française, édition.

8.3.3) Marché américain de la titrisation par type d'émetteur.



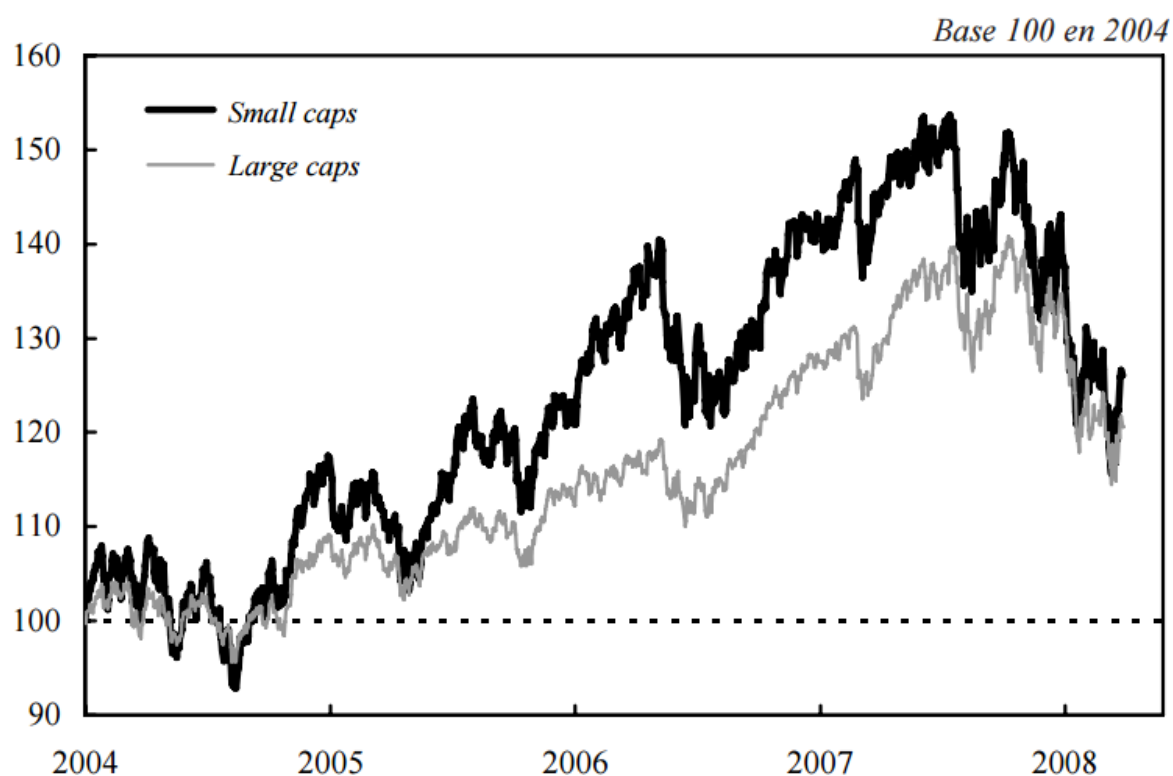
Artus, P., Betbèze, J. P., De Boissieu, C., & Capelle-Blancard, G. (2010). *De la crise des subprimes à la crise mondiale.*

8.3.4) Taux de défaut des ménages américains sur les crédits hypothécaires



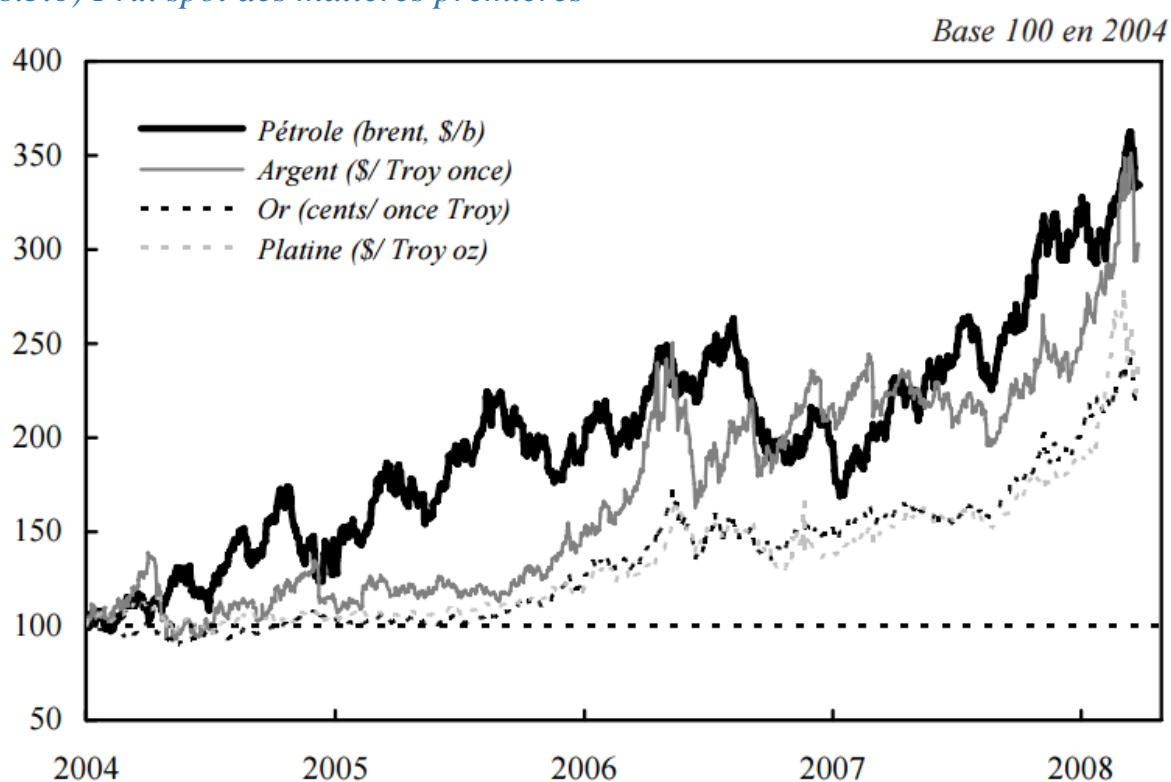
Artus, P., Betbèze, J. P., De Boissieu, C., & Capelle-Blancard, G. (2010). *De la crise des subprimes à la crise mondiale.*

8.3.5) Evolution des indices boursiers aux États-Unis



Artus, P., Bethèze, J. P., De Boissieu, C., & Capelle-Blancard, G. (2010). *De la crise des subprimes à la crise mondiale*

8.3.6) Prix spot des matières premières



Artus, P., Bethèze, J. P., De Boissieu, C., & Capelle-Blancard, G. (2010). *De la crise des subprimes à la crise mondiale*

9) interviews

Il m'a été demandé lors des interviews, de ne pas enregistrer. En effet, certains passages indispensables à la compréhension des cas évoqués portaient sur des données confidentielles de la banque.

C'est la raison pour laquelle j'ai réalisé des « *executive summary* » des trois interviews afin de pouvoir en extraire les informations pertinentes sans risque de révéler des éléments de nature confidentielle.

9.1) Executive summary 1

Les LBOs sont des opérations de nature risquée qui demandent beaucoup de préparation et de compréhension.

Dans un premier temps, l'important est de comprendre le business model ainsi que l'ensemble des fondamentaux de l'entreprise, notamment sa manière de générer du cash et sur l'identification des clients, afin d'obtenir une vision claire et précise de la manière dont la valeur se crée.

Un LBO se construit autour de trois axes : l'effet de levier, le business plan et l'équipe dirigeante.

L'effet levier constitue l'élément clé d'un LBO. Il en est également l'élément constitutif. Il doit absolument être structuré de manière à se corréliser la stratégie du management ainsi que les caractéristiques de l'entreprise et de l'industrie, comme par exemple les contraintes dans la gestion des stocks, les délais de paiement etc.

Le business plan est primordial pour le succès de l'opération. Pour commencer, le but sera d'identifier une entreprise mature offrant une certaine constance dans la génération de cash-flows. Il faut, lors de l'analyse ou de la création du business plan, éviter de tomber dans le piège de pouvoir réinventer le business pour surperformer la concurrence.

L'équipe dirigeante est la tête de la structure. Elle doit avoir la capacité de mener et de prévoir les besoins et obligations futurs afin d'assurer la pérennité de la société. Un des points les plus importants consiste à faire converger les intérêts mutuels des sponsors et des dirigeants. De cette manière on s'assurera une bonne entente, une vision commune et surtout une stabilité indispensable au succès d'un LBO.

Au-delà de ces trois points, il faudra rester conscient de différents aspects du marché des LBOs. Comme dans beaucoup d'autres industries et marchés, il existe un effet de mode qui accentue les tendances, menant à plus de risques et moins de rationalité.

Il ne faudra pas oublier non plus que la finance est un outil qui doit être au service de l'économie par le rôle qu'elle y joue.

9.2) Executive summary 2

La combinaison des huit facteurs, étudiée dans ce travail est en effet relevante pour l'analyse de résilience. Cependant, certains des facteurs pourraient être améliorés pour s'adapter plus correctement à la structure.

Le DSCR par exemple, n'est pas toujours pertinent. En effet, une structure dotée uniquement de prêts remboursables *in fine* rendre le DSCR peu illustratif de la réalité des besoins en liquidité et des problèmes potentiels qui pourraient apparaître durant la vie du prêt. Il serait d'ailleurs intéressant de penser à remplacer le DSCR par la marge sur EBITDA. Cela permettra vérifier la résistance de la marge lors des périodes de stress et d'avoir une meilleure compréhension de l'adaptabilité de la structure.

Ensuite, au niveau de la diversification, il faudra veiller à comprendre exactement en quoi elle consiste, en quoi elle offre un avantage et en quoi elle offre une source de revenu différente, pour pouvoir juger de sa relevance ou non.

De manière générale, il est préférable de faire des hypothèses de projection en se basant sur un cycle économique complet, car les ratios et les pratiques varient en fonction de la période.

« Les forces du marché entraînent les banques et les acteurs de marché »

En prenant un cycle conjoncturel complet, on en revient aux fondamentaux opérationnels, de croissance, de liquidité, d'investissement. Cela permet d'éviter d'être aveuglé par certains ratios notamment le Net Debt/ EBITDA dont la prépondérance vis-à-vis d'autres facteurs entraîne parfois un myopisme qui empêche le développement d'une vision d'ensemble.

Les sponsors et les parties prenantes, à travers leur entente et leurs visions convergentes ou divergentes, influencent fortement le résultat de l'opération. Il est en effet compliqué lorsqu'un grand nombre de parties prenantes ou de sponsors prennent part à la transaction de trouver un terrain d'entente. Ce manque de convergence d'intérêts rend parfois la structure lourde et difficile à contrôler ce qui résulte bien évidemment à des difficultés d'adaptation lorsqu'un choc conjoncturel survient.

Pour finir, les LBOs secondaires ou tertiaires sont bien souvent plus fragiles que les LBOs primaires car ils présentent des profils d'endettement plus agressifs et permettent moins d'améliorations opérationnelles.

9.3) Executive summary 3

Lorsque l'on décide de mesurer la résilience dans un LBO, il faut être capable d'analyser l'ensemble des éléments entourant l'entreprise cible. La combinaison de facteurs choisis dans le mémoire est, dans cette optique-là, pertinente. Les résultats obtenus sont très certainement similaires à ce qui pourrait ressortir d'une étude sur un échantillon plus important. En effet, les facteurs choisis sont généraux et seront des éléments critiques pour la plupart des LBOs peu importe l'industrie ou le secteur.

Au-delà des facteurs pris en compte, il faut être capable de mesurer la qualité des actifs sous-jacents, de savoir si le business repose sur quelque chose de tangible ou au contraire s'il s'agit principalement d'une activité de service. Cette analyse est surtout importante pour la banque.

Le cadre législatif a pris beaucoup d'importance ces dernières années avec notamment l'implication croissante du politique dans le monde des affaires. C'est un facteur qu'il est indispensable de considérer de nos jours car une décision prise par les autorités législatives peut du jour au lendemain mettre en péril la pérennité d'une société.

De manière générale et dans une optique de résilience, il faut se concentrer sur trois éléments. Premièrement, la compréhension du business. Deuxièmement, la pertinence sectorielle. En effet, tous les secteurs ne conviennent pas à un LBO et il faut être capable de se tenir éloigné de ceux n'offrant pas les caractéristiques requises. Troisièmement, comprendre le manque de souplesse engendré par un endettement élevé et le considérer dans les projections. Ce manque de flexibilité oblige à prévoir certains changements de paradigmes que la firme post-transaction ne pourra pas supporter étant donné sa structure.

Le meilleur atout pour construire des LBOs est certainement l'humilité. Il faut être capable de se considérer non-spécialiste dans l'industrie visée, de ne pas pouvoir tout prévoir, ni de tout prendre en compte. En bref il faut se laisser une marge de manœuvre, une marge d'erreur qui permettra en cas de difficulté de trouver un minimum de flexibilité indispensable à la résilience.

10) Bibliographie

10.1) Sites internet

- Princeton university, *Leverage buyouts*, [En ligne]. http://www.princeton.edu/~achaney/tmve/wiki100k/docs/Leveraged_buyout.html (Page consultée le 1 Janvier 2015)
- Droit-Finance, *OBO ou Owner buy out (Définition)*, [En ligne]. <http://droit-finances.commentcamarche.net/faq/23887-obo-ou-owner-buy-out-definition> (Page consultée le 26 Avril 2015)
- Thompson Reuters, *Practical Law* [En ligne]. <http://us.practicallaw.com/8-519-7865> (Page consultée le 7 Mai 2015)
- Thompson Reuters, *The difference between S&P and Moody's*, [En ligne]. <http://blogs.reuters.com/felix-salmon/2011/08/09/the-difference-between-sp-and-moodys/> (Page consultée le 23 Avril 2015)
- Office québécois de la langue française, *Fiche terminologique*, [En ligne]. http://www.granddictionnaire.com/ficheOqlf.aspx?Id_Fiche=8880127 (Page consultée le 1 janvier 2015)
- Oxford university press, *Oxford dictionaries*, [En ligne]. <http://www.oxforddictionaries.com/definition/english/crisis> (Page consultée le 1 Janvier 2015)

- Oxford university press, *Oxford dictionaries*, [En ligne]. <http://www.oxforddictionaries.com/definition/english/resilient> (Page consultée le 1 Janvier 2015)
- Street of walls, *Leveraged Buyout analysis*, [En ligne]. <http://www.streetofwalls.com/finance-training-courses/investment-banking-technical-training/leveraged-buyout-analysis/> (Page consultée le 28 Février 2015)
- European central bank, *Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU*, [En ligne]. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/largebanksandprivateequity200704en.pdf> (Page consultée le 3 Mai 2015)
- Bank of England, *Private equity and financial stability*, [En ligne]. <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/2013/qb130104.pdf> (Page consultée le 10 Mai 2015)
- Banque de France, *Les montages à effet de levier – LB*, [En ligne]. https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/La_Banque_de_France/pdf/Fiche_431.pdf (Page consultée le 10 Mai 2015)
- Financial-dictionary, *Debt/EBITDA ratio*, [En ligne]. <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Debt%20EBITDA+ratio> (Page consultée le 10 Mai 2015)
- Standard and Poor's, *Leverage lendings*, [En ligne]. <https://www.lcdcomps.com> (Page consultée le 26 Mars 2015)

10.2) Articles

- Athanase, P., & Collete, C. (2011). LBOs in Theory and Practice, Learning Outcomes of a Crisis. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 7(9), 909-919.
- Deva, S. (2010). Determinants of Leveraged Buyouts in Europe: LBO Financing and Country Legislature.
- Jensen, M. C. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review*, 76(2).
- Bean, L. (2008). Mezzanine Financing: Is It for You?. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 19(2), 33-35.
- Shivdasani, A., & Wang, Y. (2011). Did structured credit fuel the LBO boom?. *The Journal of Finance*, 66(4), 1291-1328.
- Silbernagel, C., & Vaitkunas, D. (2003). Mezzanine finance. *Bond Capital, tekst dostępny na stronie internetowej: http://www.bondcapital.ca/media/pdf/Bond_Capital_Mezzanine_Finance.pdf.*
- Mcrae, C. S. (2004, May). Understanding financial covenants. *Contract management*, pp. 34-35.
- Wright, M., Renneboog, L., Simons, T., & Scholes, L. (2006). Leveraged buyouts in the UK and Continental Europe: Retrospect and Prospect. *Journal of Applied Corporate Finance*, 18(3), 38-55.
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2008). *Leveraged buyouts and private equity* (No. w14207). National Bureau of Economic Research.
- Brinkhuis, S., & De Maeseneire, W. (2009). What drives leverage in leveraged buyouts? An analysis of European LBOs' capital structure. *An Analysis of European LBOs' Capital Structure (February 15, 2009)*.
- Ivashina, V., & Scharfstein, D. (2010). Bank lending during the financial crisis of 2008. *Journal of Financial economics*, 97(3), 319-338.
- Phan, P. H., & Hill, C. W. (1995). Organizational restructuring and economic performance in leveraged buyouts: An ex post study. *Academy of Management Journal*, 38(3), 704-739.
- Jensen, M. C. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review*, 76(2).

- Opler, T. C. (1992). Operating performance in leveraged buyouts: Evidence from 1985-1989. *Financial Management*, 27-34.
- Roden, D. M., & Lewellen, W. G. (1995). Corporate capital structure decisions: evidence from leveraged buyouts. *Financial Management*, 76-87.
- Nouy, D. (2008). Système bancaire et risque private equity/LBO. *Revue d'économie financière*, 125-144.
- Ivashina, V., & Kovner, A. (2011). The private equity advantage: Leveraged buyout firms and relationship banking. *Review of Financial Studies*, hhr024.
- Loretta, F., & Dev, S. (2004). Asset-based lending ; Troy wasn't build in a day- but it fel in one. Not understanding the assets can do that. *The RMA Journal (July/August 2004)*, 8-9
- Cotter, J. F., & Peck, S. W. (2001). The structure of debt and active equity investors: The case of the buyout specialist. *Journal of Financial Economics*, 59(1), 101-147.
- Axelson, U., Strömberg, P., Jenkinson, T., & Weisbach, M. S. (2009, February). Leverage and pricing in buyouts: An empirical analysis. In *EFA 2009 Bergen Meetings Paper*.
- Gualandri, E., Landi, A., & Venturelli, V. (2009). Financial crisis and new dimensions of liquidity risk: rethinking prudential regulation and supervision. Available at SSRN 1337031.
- Garfinkel, M. R. (1989). The causes and consequences of leveraged buyouts. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, (September/October 1989).
- Scholes, L., Westhead, P., & Burrows, A. (2008). Family firm succession: the management buy-out and buy-in routes. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 15(1), 8-30.
- Bedu, N., & Palard, J. E. L'impact des LBO sur la défaillance des entreprises Le cas des entreprises françaises (2000-2007).
- Achleitner, A. K., Braun, R., Hinterramskogler, B., & Tappeiner, F. (2011). Structure and determinants of financial covenants in leveraged buyouts. *Review of Finance*, rfq031.
- Bouvier, L., & Nisar, T. M. (2015). Design and impacts of securitized leveraged buyouts. *Cogent Economics & Finance*, 3(1), 1009307.
- Odesanmi, S., & Wolfe, S. (2007). Revenue diversification and insolvency risk: Evidence from banks in emerging economies. *Social Science Research Network*.

- Kirkpatrick, C. H., & Parker, D. (Eds.). (2007). *Regulatory impact assessment: towards better regulation?*. Edward Elgar Publishing.
- Harris, M., & Raviv, A. (1990). Capital structure and the informational role of debt. *The Journal of Finance*, 45(2), 321-349.
- Michael Geringer, J., Beamish, P. W., & DaCosta, R. C. (1989). Diversification strategy and internationalization: Implications for MNE performance. *Strategic Management Journal*, 10(2), 109-119.
- Asquith, P., & Wizman, T. A. (1990). Event risk, covenants, and bondholder returns in leveraged buyouts. *Journal of Financial Economics*, 27(1), 195-213.
- Wiersema, M. F., & Liebeskind, J. P. (1995). The effects of leveraged buyouts on corporate growth and diversification in large firms. *Strategic Management Journal*, 16(6), 447-460.
- Bowman, L. (2008). Corporate defaults: The LBO zombies set to stalk the market. *Euromoney*, Retrieved from <http://search.proquest.com/docview/198913141?accountid=12156>
- Angell, M. (2002, Jul 24). EBITDA can be misleading measure of a firm's performance cash flow, net earnings and sales growth give a better picture of health. *Investor's Business Daily* Retrieved from <http://search.proquest.com/docview/1027125784?accountid=12156>
- Easterwood, J. C. (1998). Divestments and financial distress in leveraged buyouts. *Journal of Banking & Finance*, 22(2), 129-159.
- Halpern, P., Kieschnick, R., & Rotenberg, W. (2009). Determinants of financial distress and bankruptcy in highly levered transactions. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(3), 772-783.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *The journal of finance*, 57(1), 1-32.
- Jensen, M. C. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review*, 76(2).
- Jensen, M. C. (1989). Active investors, LBOs, and the privatization of bankruptcy. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.22 , p. 129-159
- Kaplan, S. N., & Schoar, A. (2005). Private equity performance: Returns, persistence, and capital flows. *The Journal of Finance*, 60(4), 1791-1823.

- Diamond, D. W. (1991). Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt. *Journal of political Economy*, 689-721.
- Monthly Report, April 2007. (2007). Leveraged Buyouts: the role of financial intermediaries and aspects of financial stability. *Deutsche Bundesbank*
- Gabilondo, J. (2008). Leveraged Liquidity: Bear Raids and Junk Loans in the New Credit Market. *J. Corp. L.*, 34, 447.
- Amihud, Y., & Lev, B. (1981). Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. *The bell journal of economics*, 605-617.
- Montgomery, C. A., & Wernerfelt, B. (1988). Diversification, Ricardian rents, and Tobin's q. *The Rand journal of economics*, 623-632.
- Kaplan, S. N., & Weisbach, M. S. (1992). The success of acquisitions: Evidence from divestitures. *The Journal of Finance*, 47(1), 107-138.
- Kaplan, S. N., & Stein, J. C. (1993). The evolution of buyout pricing and financial structure (or, what went wrong) in the 1980s. *Journal of Applied Corporate Finance*, 6(1), 72-88.

10.3) Articles corporates

- Toukalas, H. B. (2009). *Leveraged Build Ups*. State Equity Group.
- Neal, S., Fecher, M., & Meadows, M. (2013). *Topical tips management buy-outs and buy-ins*. Devonshire Corporate Finance.
- Robinson, A. D., Fert, I., Brod, M. A., Thacher, S., & Bartlett, L. L. P. (2011). *Mezzanine Finance: Overview*. Practical Law Company.
- Peters, T. D. (2006). *Guide to executing a management buyout*. Cleveland: Evarts capital.
- Solomon, B. S., & Scoot, S. (2003). *Corporate Ratings Criteria*. Standard and Poor's.
- Rodgers, J., Kane, R., & Rudolph, M. (2014). *Credit markets quarterly*. KPMG corporate finance LLC, (Third quarter 2004)
- Rodgers, J., Kane, R., & Rudolph, M. (2014). *Credit markets quarterly*. KPMG corporate finance LLC, (Fourth quarter 2004)
- Standard and Poor's leveraged Commentary and Data. (2009). *LCD EuroStats. Vol 4* . Standard and Poor's

- Santos, K. (2009). *Corporate credit ratings : a quick guide*. Rothschild debt advisory and restructuring
- André, C., Servais, E (2014). *Dialogue*. Deloitte fiduciaire

10.4) Ouvrages

- Boschin, N. (2009). *Le guide pratique du LBO*. Editions Eyrolles.
- Redoulès, O. (2009). *L'économie mondiale en 2008: du ralentissement à la récession*. Insee, L'économie française, édition.
- Cherif, M. (2003). *Leveraged buy out : aspects financiers*. Paris : Revue Banque

10.5) Thèses doctorales

- Seghers, A. *Optimisation financière et fiscale d'un LBO particulier: l'Owner Buy Out* (Doctoral dissertation). HEC / Escp
- Froehlich, B. (2012). *Relax and Explode: How Financial Deregulation and Loose Monetary Policy Contributed to the 2003-2007 LBO Boom* (Doctoral dissertation). Duke University
- Dimitrova, I. (2013). *Mezzanine financing* (Doctoral dissertation).Wien University
- Berkovitz, Y. E. (2009). *LBO risk in credit spreads* (Doctoral dissertation). Columbia University