

Alex de Werra

Éléments-clés d'un Leveraged Management Buy-Out (LMBO)

Un facteur de croissance et de profitabilité?

L'objectif de cet article est de sensibiliser les professionnels et les propriétaires d'entreprises à la possibilité de recourir à un MBO dans le cadre notamment de la succession dans les entreprises. L'objectif premier de cet article est d'initier le lecteur aux éléments-clés du MBO. Compte tenu du cadre limitatif dans lequel s'inscrit la rédaction de cet article, l'auteur ne traite pas les problèmes juridiques et fiscaux afférents à ce type de transactions.

(p. ex. des sociétés de private equity), de prendre le contrôle d'une société cible avec un apport personnel minimum. En effet, compte tenu des moyens le plus souvent limités des dirigeants, ceux-ci financent un LMBO, d'une part, par emprunts bancaires et, d'autre part, par apport de fonds propres d'investisseurs professionnels. En règle générale, les cadres et investisseurs deviennent actionnaires de la société opérationnelle par l'intermédiaire d'un véhicule d'acquisition appelé aussi «Newco»), soit une société holding leur permettant de maximiser le levier financier, fiscal et juridique de l'opération; l'emprunt contracté au niveau de Newco pour l'acquisition de la société cible sera financé et amorti par la remontée des cash-flows nets de la cible vers la holding (cf. figure 1).

1. Terminologie et structure de base d'un LMBO

Il ne se passe pas de semaine sans qu'une transaction de Leveraged Management Buy Out (LMBO) ne soit annoncée publiquement. L'intensification de ce type de transactions dénote de l'intérêt accru des dirigeants de prendre les rênes de l'entreprise qu'ils dirigent, non plus en tant que «simples» employés mais bien en tant que propriétaires.

Le terme générique *MBO* désigne toute opération de rachat d'une entité juridique ou opérationnelle (p. ex: division ou unité d'affaires) par ses cadres dirigeants actuels. Le plus souvent, la réalisation de ce type d'opérations requiert un financement externe important, compte tenu des ressources financières limitées du management; on parle dans ce cas d'opérations à effet de levier (*LBO*) ou encore de Leveraged Management Buy-Out (*LMBO*). Le rachat d'une entreprise peut également s'effectuer par des cadres extérieurs à celle-ci dans le cas d'un Leveraged Management Buy-In (*LMBI*).

Lorsque l'équipe de repreneurs est composée à la fois de cadres de la société cible et de dirigeants extérieurs, on parle alors de *BIMBO* (Buy-In Management Buy-Out) [1].

Au-delà de cette terminologie quelque peu absconse, la finalité de ces opérations est de permettre à des cadres dirigeants, avec le soutien d'investisseurs

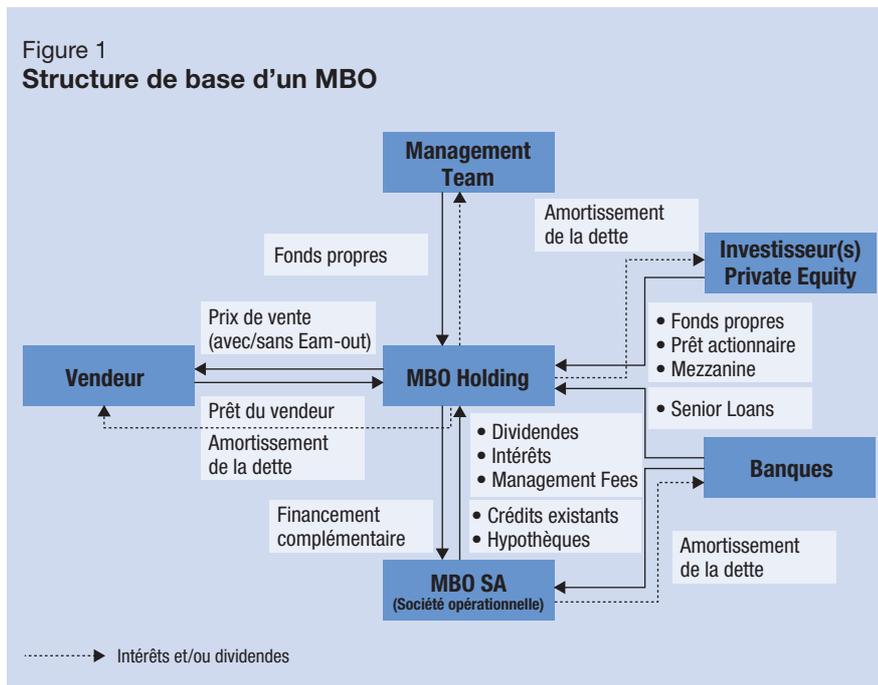
En confiant la gestion opérationnelle à une direction performante, motivée, au fait de la dynamique sectorielle dans laquelle l'entreprise opère et à même d'exploiter les potentialités de la société cible en vue d'une sortie (exit) au terme d'une période limitée, en général à 7-8 ans, la finalité d'une telle opération est clairement d'accroître la valeur d'entreprise et de réaliser une plus-value importante. A cet égard, une planification fiscale rigoureuse s'impose dès la conception de la transaction, compte tenu des pratiques d'imposition du gain en capital [2].

Il est important à ce stade de noter que, compte tenu de l'endettement important auquel font face les entreprises recourant au LMBO, ce type d'opérations s'adresse avant tout à des entités relativement stables en termes de génération de cash-flows et mûres quant à leur cycle de vie. Même si certains ont tenté d'appliquer le modèle du LMBO à des sociétés de la «nouvelle économie»



Alex de Werra, Avocat, MBA (IMD), Chartered Financial Analyst

Figure 1
Structure de base d'un MBO



et/ou à des sociétés technologiques dans le secteur des semi-conducteurs, ces transactions ont rarement été couronnées de succès.

2. Sources des transactions MBO [3]

Si les conditions économiques actuelles et la consolidation forcée auxquelles certains acteurs doivent se soumettre ont favorisé l'émergence des LMBO, il n'en demeure pas moins que les sources de ce type de transactions, reposent sur une pluralité de raisons, en partie indépendantes de la conjoncture économique. Les cas de successions entrepreneuriales, de désinvestissements et, plus rarement, de restructurations ou encore de going private sont les sources de transactions les plus fréquentes.

Lors de *succession entrepreneuriale* [4], l'avantage de la vente de la société cible à ses cadres dirigeants par un propriétaire confronté à un problème de succession d'entreprise réside notamment dans le fait:

- qu'un rapport de confiance préexistant peut favoriser un premier échange d'idées;
- que la confidentialité de la transaction peut être sauvegardée compte

tenu du cercle restreint d'intervenants;

- que la continuité de la gestion d'entreprise est maintenue;
- que la direction, pour autant qu'elle soit compétente, possède une profonde connaissance de l'entreprise, de ses marchés et des employés au service de cette dernière;
- que la société ne soit pas vendue à un concurrent;
- que les nouveaux dirigeants-proprétaires seront à même d'identifier rapidement les carences actuelles, d'opérer les changements stratégiques ou opérationnels nécessaires ou encore d'implémenter des idées novatrices restées jusqu'à ce jour dans les tiroirs du vendeur.

Il est cependant vrai que le prix de vente proposé par les dirigeants sera en principe inférieur à ce que pourraient offrir des investisseurs stratégiques (prime pour les synergies). En outre, durant la période de négociations, les dirigeants se trouveront presque inéluctablement dans une situation de conflit d'intérêt avec l'actionnaire de référence.

A la diversification entreprise dans les années 80 a succédé une vague de *désinvestissements/spin off* dus à des recentrages stratégiques. Nombre de groupes industriels ou de service ont

opté pour la solution du LMBO en se dessaisissant de divisions entières ou d'unités d'affaires. En Suisse, un certain nombre de «buy-out firms» suisses ou étrangères ont acquis récemment par ce biais des sociétés relativement importantes [5]. Les cas de *restructurations* ne sont susceptibles de faire l'objet d'un MBO/MBI que s'il est possible de procéder à court, voire à moyen terme, à des améliorations opérationnelles radicales (changement partiel de management; focalisation sur des produits contributeurs de valeur ou cession d'actifs relativement liquides non nécessaires à l'exploitation) ou à des alliances stratégiques (fusion p. ex.).

3. Financement et structure du capital

3.1 Le levier financier – rappel des principes de base

Au cours des dernières décennies, la théorie financière a mis en évidence les bienfaits et les dangers du levier financier [6].

Si la rentabilité économique d'un investissement excède le coût moyen pondéré du capital, l'actionnaire d'une société a tout intérêt à faire financer cet investissement en augmentant l'endettement de celle-ci en lieu et place d'un financement par fonds propres. En effet, l'entreprise va générer de la valeur puisque la rentabilité ainsi dégagée est supérieure au coût de l'emprunt.

Toutes choses égales, le taux de rendement interne (TRI ou IRR en anglais) [7] de l'investisseur sera d'autant plus important que les fonds propres investis seront faibles [8]. En conséquence, les investisseurs, soit le(s) dirigeant(s) et les sociétés de capital-risque, tiendront à limiter leurs mises de fonds initiales et chercheront à transférer le risque aux banquiers.

3.2 Importance relative du financement par fonds étrangers

Hormis les opérations excessives à fort levier financier (plus de 80 % du capital

investi) des années 80 aux Etats-Unis [9], la tendance générale des années 1990 et 2000 est clairement à une diminution constante de la contribution des emprunts bancaires au financement des LMBO.

La crise économique ainsi que les expériences néfastes du passé (p. ex. situation de turnaround) ont ramené le ratio dettes/fonds propres entre 1 et 2, plus rarement au-delà (cf. figure 2).

3.3 Structure de capital et strates de financement

La structure du capital du véhicule d'acquisition est largement fonction de la capacité de la société cible à générer des cash-flows libres et donc, par voie de conséquences à supporter la charge d'intérêts et l'amortissement des dettes. Cette charge financière est remboursée grâce au versement de dividendes de la société opérationnelle au véhicule d'acquisition.

3.3.1 Les fonds propres

En Suisse, le financement par fonds propres se concrétise le plus souvent par le biais d'actions ordinaires et parfois d'actions privilégiées. Nous traiterons ci-dessous principalement de la répartition du capital-actions (equity split) [10], d'une part entre l'investis-

seur et l'équipe dirigeante, et, d'autre part, au sein même de l'équipe dirigeante.

3.3.1.1 Répartition entre l'investisseur et le management team

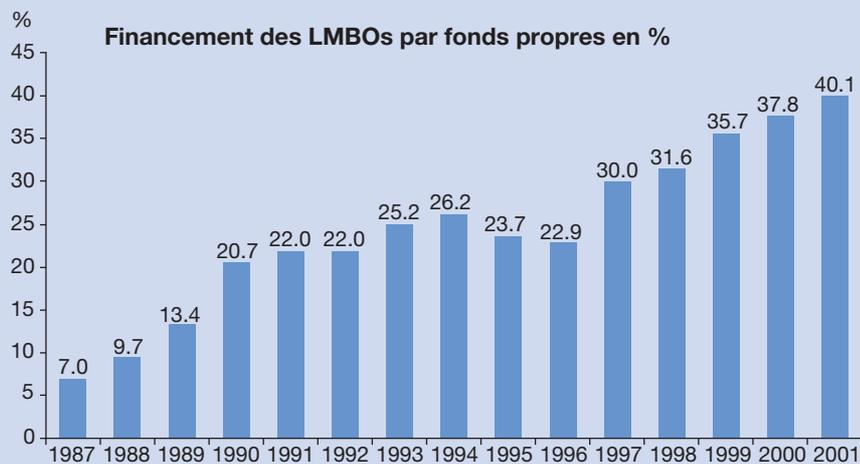
La participation du management au capital-actions définie dans le cadre d'une convention d'actionnaires dépend largement de la taille de la transaction. Dans le cadre de petites transactions (moins de CHF 10 millions), le management peut espérer détenir une majorité du capital; dans ce cadre, il ne fera bien souvent appel qu'à du financement bancaire, sans recourir à des partenaires institutionnels. Lors de transactions plus importantes, le management devra abandonner la majorité du capital et des droits de vote au fonds de private equity: ainsi, par exemple, une allocation de 20 % au management et 80 % au partenaire institutionnel est fréquente [11]. Afin d'établir un véritable partenariat où règne un climat de confiance, l'investisseur institutionnel veillera à accorder aux membres de l'équipe dirigeante une participation au capital et aux futures plus-values qui excède leurs mises de fonds nominales. L'investisseur consentira donc à payer un agio pour combler cette différence de capital, reconnaissant et valorisant ainsi le capital intellectuel, l'expérience et le savoir-faire du «management team». Toutefois, l'investisseur proté-

gera dans les statuts du holding d'acquisition (pas nécessairement suisse [12]) ses intérêts par la création d'actions privilégiées (art. 654 CO), notamment quant au versement de dividendes et à la part de liquidation (art. 656 al. 2 CO). Dans les transactions d'inspiration anglo-saxonne, les membres de l'équipe dirigeante et les capital-risqueurs décident bien souvent de contribuer au même prix (flat pricing) [13] à la souscription d'actions ordinaires. Le solde des fonds investis par le fonds de private equity est alors engagé sous forme de prêts convertibles ou d'actions privilégiées (redeemable preference shares). L'investisseur peut ainsi, en sus de sa participation au capital-actions, octroyer un prêt subordonné au véhicule d'acquisition afin de contenir sa part à la totalité du capital-actions, privilégiant ainsi le management. En l'absence de flat pricing, il est possible, dans certains cas, que l'investissement de l'équipe dirigeante soit profitable alors que celui de l'investisseur s'avère être déficitaire. Les professionnels expriment la relation entre le prix effectif payé dans le véhicule d'acquisition par l'équipe dirigeante et celui payé par les investisseurs par l'«envy ratio» [14]. Sans vouloir trop mettre les membres de l'équipe dirigeante sous pression et créer un stress inacceptable [15] pour eux et leurs familles respectives, l'investisseur exigera de ceux-ci un investissement correspondant à 1 à 3 fois le salaire annuel [16].

3.3.1.2 La répartition au sein de l'équipe dirigeante

Afin de déterminer le modus vivendi qui régira les relations entre les membres de l'équipe dirigeante, ceux-ci peuvent constituer à cet effet un pool d'actionnaires. Il est souhaitable que la contribution initiale de chacun des membres de l'équipe dirigeante corresponde à l'importance respective des fonctions occupées par chacun d'eux. En effet, il serait choquant que le directeur général/CEO investisse moins que ses collègues. Il sera également crucial de déterminer d'emblée si tous les membres de l'équipe dirigeante bénéficieront des mêmes conditions de souscription aux actions du holding, de droits de vote identiques, de participation égale aux profits de la société et

Figure 2



Source: Portfolio Management Data, Ernst & Young

bien sûr aux plus-values lors de l'Exit ou si l'on envisage un régime différencié.

Un tel régime peut parfois se justifier dans les cas suivants: l'ancienneté au sein de l'entreprise, tenant ainsi compte des contributions passées, ou encore l'apport en chiffre d'affaires, notamment au sein de sociétés de service.

3.3.1.3 Plan d'intéressement additionnel

Hormis les conditions de contrat de travail que l'équipe dirigeante devra renégocier et en sus de sa participation initiale, celle-ci devrait pouvoir obtenir, sous la forme d'actions additionnelles, de cash ou d'options, un intéressement supplémentaire (ratchets) aux profits [17] ou plus-values excédant les objectifs initiaux des investisseurs institutionnels lors de la cession ou l'entrée en bourse de la société.

3.3.2 Les fonds étrangers [18]

3.3.2.1 La dette Senior

Le financement de l'acquisition s'opère au niveau de la holding, même si la société opérationnelle peut souscrire de nouveaux emprunts ou du moins modifier la structure de sa dette (refinancement). Contrairement au droit anglo-saxon, les banques ne peuvent recevoir en garantie que les actifs du véhicule d'acquisition sans recours sur les actifs de la société opérationnelle.

L'emprunt bancaire constitue encore aujourd'hui la majeure partie du financement d'une transaction de LMBO. L'accès à ce type de financement dépend notamment de l'endettement existant de la société cible au moment de l'acquisition, de la présence d'actifs susceptibles de faire l'objet de gages ou de nantissements (asset-based loans) et bien sûr de la capacité de la société cible à générer des cash-flows libres suffisants (cashflow-based loans). L'expérience montre que les institutions bancaires sont prêtes à octroyer un «senior loan» si le cash-flow libre couvre au moins 1,5 à 2 fois la charge financière (intérêts et amortissement) afférente au prêt (on parle de Debt Service Cover Ratio). Lorsque le prix de transaction se monte par exemple à 6x

l'EBIT, l'encours peut couvrir jusqu'à 4x l'EBIT. En matière de sûretés, la banque exigera bien souvent de la société holding le nantissement des actions de la société cible. En outre, elle peut requérir la mise en place d'une as-

surance-vie «hommes-clés» souscrite par l'emprunteur, par exemple sur la personne du directeur général de la société opérationnelle. Sans entrer ici dans le détail, le banquier assujettira l'octroi du prêt au respect d'engage-

Tableau 1
Exemple simplifié de financement d'un LMBO

1. Profil financier de la société cible avant le MBO

Bilan N (extraits)

| | | | |
|---------------------|------------|----------------------|------------|
| Actifs circulants | 50 | Créanciers | 15 |
| | | Dettes bancaires | 25 |
| Actifs immobilisés | 50 | Fonds propres | 60 |
| Total Actifs | 100 | Total Passifs | 100 |

Pertes et profits N (extraits)

| | |
|--------------------|-----|
| Chiffre d'affaires | 100 |
| EBIT | 15 |
| Free cash flow | 10 |

2. Prix d'achat des actions de la société opérationnelle

| | |
|--|-------------|
| EBIT | 15 |
| Multiple d'EBIT | 6x |
| Entreprise value «debt and cash free» | 90* |
| + Liquidités | 10 |
| - Dettes bancaires | 25 |
| Prix des actions | 75** |

3. Financement de la transaction

| Emplois (montants investis) | | Sources de financement | |
|--|------------|-----------------------------|------------|
| Prix des actions | 75 | Fonds propres: Management | 10 |
| | | Private Equity | 30 |
| Refinancement de la dette bancaire existante | 25 | Prêt Mezzanine (subordonné) | 15 |
| Frais d'acquisition | 5 | Prêt du vendeur | 5 |
| | | Dettes bancaires | 45 |
| Total Emplois | 105 | Total Sources | 105 |

* la valeur obtenue par DCF

** par hypothèse, la valeur calculée correspond au prix d'achat

ments contractuels (covenants) relatifs notamment au devoir d'information, au respect de certains ratios financiers (montant minimum de fonds propres incluant le prêt subordonné; debt service coverage; Consolidated Senior

opérations de croissance externe sans l'accord du prêteur.

La durée typique de ces encours est de 6 à 8 années (term loan), au terme desquelles le crédit devra être entièrement

après l'acquisition. En effet, lorsque les résultats réels excèdent les prévisions, les investisseurs remboursent par anticipation leurs encours (parfois avec le paiement d'une pénalité pour les prêts à taux fixe) afin de diminuer la charge d'intérêts et de pouvoir revendre la société cible plus rapidement et libre de tout endettement. Le prêt est remboursable selon un échancier linéaire ou progressif. Dans ce dernier cas, les annuités sont par exemple de 10 % durant les cinq premières années et de 25 % les deux dernières années du prêt. La plupart des opérations de LMBO sont aujourd'hui financées par des prêts à taux variable dont l'index de référence est le LIBOR ou l'EURIBOR.

« Prenant une importance croissante en Europe mais également en Suisse, le capital mezzanine est une passerelle de financement située entre la dette senior et le capital propre. »

debt/consolidated EBITDA) et aux obligations de ne pas consentir de sûretés réelles ou personnelles, de ne pas modifier la composition de l'actionnariat ou encore de ne pas procéder à des

amorti. En pratique, le véhicule d'acquisition procèdera bien souvent à des refinancements ou à une restructuration de la dette (p. ex. amortissement accéléré) quelques années seulement

En sus du financement de l'acquisition proprement dite peuvent s'ajouter des avances en compte courant, des crédits de soudure (bridge loan) destinés à

pallier des déficits de trésorerie momentanés, des crédits d'investissement (CAPEX facility) ou encore, lors d'acquisitions ultérieures, des «acquisitions facilities».

3.3.2.2 Le placement privé mezzanine [19]

Prenant une importance croissante en Europe mais également en Suisse, le capital mezzanine est une passerelle de financement située entre la dette senior et le capital propre. L'intérêt du capital mezzanine est de combler le trou de financement «lorsque les intérêts divergents des investisseurs et du prêteur senior ne peuvent s'accorder sur le levier à mettre en place» [20]. Ces divergences peuvent parfois être atténuées par le biais d'un «vertical strip financing» [21] où les investisseurs et les banques participent à la fois au financement senior et mezzanine. Dans la hiérarchie de la structure du capital, les droits relatifs au capital mezzanine sont subordonnés à la dette senior et, par voie de conséquence, au remboursement complet de celle-ci. S'il est vrai que l'aménagement de sûretés n'est pas une caractéristique du capital mezzanine, notamment dans les pays anglo-saxons, ce type de financement est bien souvent assujéti en Suisse à la mise sur pied de garanties appropriées [22].

Bien que les formes de ce type de financement soient multiples, le capital mezzanine est le plus souvent constitué de trois éléments-clés [23]:

- le cash-interest, soit l'intérêt rémunérant le prêt mezzanine,
- le composant pay-in-kind, soit une tranche de crédit dont le paiement des intérêts est différé, et
- un warrant [24], soit une option d'achat sur les actions du holding (equity kicker).

Compte tenu du fait que l'investisseur mezzanine pourra, en cas de succès de l'opération, participer aux plus-values en convertissant sa créance en droit de participation (action, bon de participation) ou en exerçant son option tout en demeurant créancier du véhicule d'acquisition, le taux d'intérêt *explicite* [25] du prêt sera en principe inférieur à celui de la dette senior.

D'une durée de vie initiale typique de 8 à 10 ans, les dettes mezzanines sont remboursées soit en deux ou trois annuités, soit par un seul paiement «bullet payment» après la dernière échéance de la dette «senior» et son remboursement effectif. Les modalités contractuelles de paiement des intérêts au prêteur du capital mezzanine sont le plus souvent de deux ordres. Les intérêts sont régulièrement payés mais «suspensibles» si l'amortissement et la charge d'intérêt de la dette senior ne sont pas honorés; on parle alors de subordination *contractuelle partielle*. Par contre, dans le cas d'une *subordination contractuelle totale*, les intérêts capitalisés et subordonnés ne sont versés qu'après l'extinction de toutes les prétentions attachées à la créance «senior». Dans certains cas, ces intérêts sont convertis en droits de participation (pay-in-kind securities).

ration en est fortement compromise. Dans ce cas, le vendeur accepte qu'une partie du prix soit transformée en prêt et donc s'engage à octroyer un crédit dit vendeur (vendor loan) au véhicule d'acquisition. En lieu et place de ce crédit ou cumulativement à celui-ci, le vendeur peut aussi accepter de rester actionnaire de la société opérationnelle ou encore de le devenir au niveau du holding durant une période limitée. Ce type de financement présente donc l'avantage d'associer pleinement le vendeur à cette nouvelle entreprise. Le crédit vendeur ne bénéficie en principe pas de garanties particulières; il est assez fréquent que les créanciers senior requièrent que ce prêt leur soit subordonné. Les taux d'intérêt rémunérant le vendeur peuvent être soit très modérés, soit relativement proches des taux du marché. Ils peuvent inclure une composante, fonction des résultats de

«Au cours des dernières décennies, la théorie financière a mis en évidence les bienfaits et les dangers du levier financier.»

En pratique, les droits d'option attachés au financement mezzanine ne sont le plus souvent pas exercés, mais vendus à leur valeur intrinsèque au holding à l'échéance de la transaction, car le but visé n'est pas de devenir co-proprétaire de la société mais plutôt d'élever le rendement du prêt. L'investisseur mezzanine vise un taux de rendement interne (TRI), incluant aussi bien sa rémunération issue du prêt que la plus-value lors de la cession de ses droits, de l'ordre de 10 à 15% au-dessus du taux sans risque. Ce type de financement couvre typiquement entre 15 et 20% du prix de la transaction ou, formulé en d'autres termes, 1 à 1,5 fois l'EBIT (correspondant à un prix de transaction de 6x l'EBIT).

3.3.2.3 Financement par le vendeur (vendor financing)

Bien souvent, les prétentions initiales du vendeur et de l'acheteur relatives au prix d'achat/vente sont divergentes, de telle sorte que la réalisation de l'opé-

l'entreprise, qui sera d'autant plus importante que le vendeur participe activement au développement de la société. Ainsi qu'on peut le constater, les déclinaisons possibles du crédit vendeur sont multiples, faisant de ce type de financement l'élément le plus variable de la structure du capital.

4. Données statistiques et performance

Depuis quelques décennies, les données statistiques relatives aux MBO sont relativement nombreuses mais pas toujours fiables. The Centre for Management Buy-out Research (CMBOR) dédie son activité à la recherche académique du phénomène des MBO en Europe [27].

4.1 Données relatives au marché des MBO [28]

Dès le début des années 1990, le buyout a pris un essor considérable, représen-

tant ainsi ces dernières années, exception faite de l'année 2000, plus de la moitié du marché européen du capital-investissement incluant le Venture capital et le buyout.

diminuant le personnel des entreprises concernées [34].

Qu'en est-il en réalité? Une étude récente (2001) du Centre for Manage-

5 Par exemple, Swissport, SR Technics, Sulzer Burkhardt, Vantico, SIGG, Hirslanden.

6 Par exemple, Miller, Merton H., Leverage, Nobel Memorial Prize Lecture, 1990, in *The New Corporate Finance, Where Theory meets practice*, p. 613-619.

7 Dans le cadre de ses Valuation Guidelines (mars 2001, p. 30 ss), l'EVCA donne une définition et le mode de calcul du TRI.

8 Voir également Evaluations et reporting, le guide de l'AFIC (Association française des investisseurs en capital).

9 Voir Kaplan S. N., «Campeau's acquisition of Federated», *Journal of Financial Economics*, Vol. 35, n. 2, April 1994.

10 Sur l'equity split: Buy-outs, ouvrage collectif, Euromoney books, 1995, p. 34-35, 85-87.

11 Pour des transactions entre CHF 100-200 millions, le rapport est plutôt de 10% pour l'équipe dirigeante.

12 Par exemple, le cas de Saia-Burgess Electronics, in Krebs Alexander, Tobias Studer, *Management Buyout, Probleme, Lösungen, Erfahrungen*, 1998, p.255 ss.

13 Stathopoulos Nikos, *Financial structure of a private equity investment*, EVCA, Module 4, 2002, p. 10.

14 Calculé selon la formule: (Montants investis par le management/% capital détenu par le management)/(Montants investis par les investisseurs/% capital détenu par les investisseurs).

15 Stressful situations? The case of management buyout/buyins, Yehuda Baruch; Sally Woodward, in *Management Decision*, 1998, vol. 36 nr. 10, p. 641-648.

16 Krebs Alexander, Tobias Studer, op. cit., p.70.

17 Ex: bonus basés sur l'EBIT ou le free cash flow.

18 Pour un bon aperçu de ce sujet: Mittendorfer, Roland, *Finanzierungsmodelle von Leveraged Buy-outs*, p. 141-184, in Stadler, Wilfried, *Venture Capital und Private Equity*, Deutscher Wirtschaftsdienst, 2000.

19 Sur le sujet, la thèse récente de Müller Olivier, *Mezzanine Finance, Neue Perspektiven in der Unternehmensfinanzierung*, SECA, Verlag Paul Haupt, 2003.

20 Thoumieux Xavier, *Le LBO, Acquérir une entreprise par effet de levier*, Economica, 1996, p. 51.

21 Mittendorfer Roland, op. cit., p. 159.

22 Barthold Beat, *Mezzanine-Finanzierungen von Unternehmensübernahmen und Jungunternehmen*, Froriep Renggli, 2001, p.

23 Müller Olivier, Pedergrana Maurice, *Beliebte Mezzanine Finance, Neue Perspektiven für Unternehmensfinanzierung*, NZZ, 13. Mai 2003, p. 23.

24 Le mezzanine peut aussi être structuré par le biais d'un prêt convertible.

25 Pour une explication technique: Fixed Income Analysis, Fabozzi, Frank, AIMR, 2000, Chapter II, Valuing bonds with Embedded options, p. 335 ss.

26 Sur le pricing actuel de divers instruments: Tensions in structured finance, *Acquisitions Monthly*, May 2003, p. 25

27 www.cmbor.org

28 Données de l'EVCA, notamment: Final survey of Pan-European Private equity and Venture Capital Activity, Press release, 2002.

29 Autres sources pas toujours convergentes: Standard & Poor's LCD; The Private Equity

«En matière de sûretés, la banque exigera bien souvent de la société holding le nantissement des actions de la société cible.»

En 2002, période de récession économique, plus de 16,9 milliards d'euros ont été investis en Europe dans des transactions de buyout [29], soit 61,2% des investissements totaux de capital-investissement. La taille moyenne de l'investissement de buyout s'élevait à 11 millions en 2001 et 14,4 millions d'euros en 2002. Il est aussi important de mentionner que la performance (Taux de rendement interne, TRI) moyenne sur ces cinq dernières années des fonds de buyout est supérieure à celle des fonds de venture [30]. Notons aussi que si les capitaux de venture sont investis dans l'année de leur levée, il existe un déphasage de deux ans entre les flux de levée et ceux de l'investissement pour le buyout. Certains estiment que les successions d'entreprise (sans distinction de taille) représentent en Suisse, sur un période de cinq ans (1998-2003), entre 45 000 et 60 000 cas [31]. Toutefois, les transactions publiques répertoriées par la SECA oscillent entre 35 et 50 par année [32]. Si le buyout et en particulier le LMBO connaissent un essor certain, ces segments du capital-investissement doivent à notre avis être encore développés. Ainsi, les montants investis dans le buyout en Suisse ont été respectivement de 32,1% des investissements totaux de capital-investissement [33] en 2001 et de 11,8% en 2002.

4.2 Impact social et économique des MBO/MBI en Europe

Certains pourraient être tentés de critiquer hâtivement la volonté des investisseurs de maximiser à court terme la valeur de l'entreprise tout en réduisant drastiquement les coûts, notamment en

ment Buy-out Research (CMBOR) [35], réalisée auprès de sociétés européennes, révèle que les projets de LMBO:

- sont, dans leur grande majorité, générateurs de croissance et de profitabilité accrue (augmentation du chiffre d'affaires et de l'EBIT);
- ont, dans 2/3 des cas, permis aux sociétés concernées d'améliorer leur situation concurrentielle;
- ont permis une augmentation du nombre d'employés (60% des sondés); et
- ont eu pour conséquence une augmentation de la rémunération totale, non seulement des dirigeants mais encore des employés à tous les niveaux de la hiérarchie de l'entreprise (70% des sondés).

En outre, 84% des sondés considèrent qu'en l'absence de transactions LMBO, leurs sociétés n'auraient pas survécu ou du moins auraient eu des perspectives de croissance limitées. ≡

Notes

1 Le site web officiel de the European Private Equity and Venture Capital Association (www.evca.com) contient un glossaire complet sur les opérations de private equity.

2 Notamment l'application extensive de la théorie de la liquidation partielle indirecte: pour plus de détails: Krebs Alexander, Kuhn Stephan, *Zunehmende Beliebtheit von MBO in der Schweiz*, *L'Expert-comptable suisse*, 11/97, p. 987ss, Schenker Urs, *Leverage Buy-Out (Steuerliche Aspekte)*, M&A II, 2000, p. 43ss.

3 Pour une courte présentation de l'évolution des LBOs: Pictet, *Private Equity*, *Quarterly Newsletter, About LBO (Leverage Buy-Out)*, July 2002.

4 Par exemple, le groupe Vögele acquis par le fonds de private equity Permira en 1997.

- Annual Review 2002, Private Equity International, p. 46–7.
- 30 EVCA, European Private Equity and Venture Capital Performance, Press release, 2002.
- 31 Cité dans UBS Outlook, La succession dans l'entreprise, un défi pour les entrepreneurs, les conseils d'administration et les action-

- naires familiaux, tableau, Office fédéral de la statistique, UBS Economic Research Suisse.
- 32 SECA et The Corporate Finance Group, «Über 30 Management Buyouts im Jahr 2001», Presse Mitteilung, 11. Januar 2002.
- 33 EVCA 2003 Yearbook, p. 243–252.

- 34 Pour une critique de l'utilité des LBOs: Rapport Alfred, The staying power of the public corporation, HBR, January–February 1990, p. 96 ss.
- 35 Survey of the Economic and Social Impact of Management Buyouts & Buyins in Europe, 2001.

ZUSAMMENFASSUNG

Kernelemente eines Leveraged Management Buy-Out (LMBO)

Es vergeht kaum mehr eine Woche ohne Ankündigung eines Leveraged Management Buy Out (LMBO). Die steigende Beliebtheit solcher Transaktionen zeugt vom Interesse der Führungskräfte, die Zügel des von ihnen geführten Unternehmens nicht länger nur als «einfache» Angestellte, sondern als Eigentümer in die Hand zu nehmen.

Der Autor möchte Fachwelt und Unternehmenseigentümer für die Möglichkeit eines MBO, insbesondere im Rahmen der Unternehmensnachfolge, sensibilisieren. Zu diesem Zweck will der vorliegende Artikel den Leser mit den Kernelementen eines MBO vertraut machen.

Ziel der Buy-out-Teams ist es, dank der Unterstützung von Investoren (z. B. Kapitalbeteiligungsgesellschaften), bei geringstem persönlichen Einsatz die Kontrolle über das Zielunternehmen zu übernehmen. So finanzieren die Führungskräfte angesichts ihres oft begrenzten Privatvermögens einen LMBO mit Bankdarlehen einerseits und durch Eigenkapitaleinlagen professioneller Investoren andererseits.

Im Allgemeinen werden die Führungskräfte und Investoren auf dem Weg über eine Beteiligungsgesellschaft (nachfolgend «Newco») zu Aktionären des betroffenen Unternehmens. Diese ist als Holdinggesellschaft angelegt, um die bestmögliche finanzielle, steuerliche und rechtliche

Hebelwirkung zu erzielen. Das von Newco zum Erwerb des Zielunternehmens aufgenommene Darlehen wird durch die Weiterleitung des Netto-Cash-Flows des Buy-out-Objekts an die Holding finanziert und getilgt.

Indem die Leitung des Tagesgeschäfts einer motivierten und leistungsfähigen Führungsmannschaft anvertraut wird, die bestens mit der Dynamik des Unternehmensumfelds vertraut und dazu in der Lage ist, die Möglichkeiten des Unternehmens voll auszunutzen, besteht der Zweck einer solchen Operation eindeutig darin, den Unternehmenswert zu steigern und einen erhöhten Mehrwert zu erzielen; zumeist vor dem Hintergrund eines Ausstiegs («Exit») nach 7–8 Jahren. Daher ist auch vom Beginn der Operation an – d. h. bei ihrer Konzeption – eine stringente Steuerplanung angesichts der gängigen Besteuerung von Kapitalgewinnen unumgänglich.

In diesem Zusammenhang sollte darauf hingewiesen werden, dass sich aufgrund der erheblichen Verschuldung der am LMBO beteiligten Unternehmen derartige Operationen vor allem für Firmen eignen, die einen stabilen Cash-Flow generieren und eine gewisse Reife in ihrem Lebenszyklus erreicht haben. Selbst wenn immer wieder Versuche unternommen wurden, Unternehmen der «New Economy» und/oder Technologieunternehmen, insbesondere in der Halbleiterindustrie, per LMBO zu übernehmen, so

waren diese Transaktionen doch selten von Erfolg gekrönt.

Man ist unter Umständen geneigt, das Streben der Investoren nach kurzfristiger Wertsteigerung bei gleichzeitiger drastischer Kostensenkung – vornehmlich durch Ausdünnung der Personaldecke des Zielunternehmens – voreilig zu kritisieren.

Aber wie sieht die Realität aus? Eine Untersuchung (Survey of the Economic and Social Impact of Management Buyouts & Buyins in Europe, 2001) des Centre for Management Buy-out Research (CMBOR) unter europäischen Unternehmen aus dem Jahr 2001 fand heraus, dass LMBO-Projekte

- sich meist als Wachstums- und Rentabilitätsmotoren erwiesen (Umsatz- und EBIT-Steigerung);
- in zwei Dritteln der Fälle die Wettbewerbsposition des betroffenen Unternehmens verbesserten;
- die Schaffung neuer Stellen ermöglichten (60% der Befragten) und
- letztendlich eine Steigerung der Arbeitsentgelte nach sich zogen, und zwar nicht nur der Führungsspitze, sondern auch der Beschäftigten auf allen anderen Hierarchieebenen des Unternehmens (70% der Befragten).

84% der Befragten gaben des Weiteren an, dass ihr Unternehmen ohne LMBO nicht überlebt oder sich zumindest seine Wachstumsaussichten verschlechtert hätten. *AdW/CHW*