

# Les opérations de LBO/LBI

Ingénierie des Affaires et de la Décision  
Option Ingénierie Financière

Présenté par:  
SAVADOGO Aïcha

Encadré par:  
Mr CHAKIR

2010/2011

## Introduction

# Sommaire

## Introduction

Parmi la panoplie d'opération touchant au capital des entreprises, figurent les opérations à effet de levier dites LBO. Apparues au cours des années 70 dans les pays anglo-saxons, ces opérations dont le principe est le rachat d'entreprise par endettement connaissent un développement certain du fait d'un environnement économique favorable. Les problématiques du vieillissement de la population des chefs d'entreprises, des fonds en quête de débouchés et de cibles, les décisions stratégiques de groupes telles que l'éclatement ou une croissance externe sont autant de raisons qui expliquent une montée en puissance des LBO. Par ailleurs ces opérations permettent d'améliorer les performances des entreprises cibles à divers niveaux. En effet, selon une étude<sup>1</sup> portant sur un échantillon des entreprises sous LBO en 2006 et 2007, on constate que :

- ✓ Le chiffre d'affaires des entreprises LBO a augmenté de 5,6% en moyenne annuelle contre 2,5% pour les grandes entreprises et 0,7% pour les entreprises moyennes. Cette croissance est liée à 73% à l'accroissement des effectifs et pour 27% aux gains de productivité.
- ✓ Les effectifs ont augmenté de 4.1% au sein des entreprises sous LBO contre 0.6% en moyenne au niveau des entreprises classiques.
- ✓ Les salaires ont connu une croissance de 3.3% sous LBO contre 2.% au niveau de la moyenne des entreprises classiques.
- ✓ La formation professionnelle a connu une progression de 2.3% sous LBO contre 1.6% au niveau des entreprises classiques.

---

1 Etude du journal Le Point N° 1801 du 22 mars 2007, page 80

- ✓ Le taux d'échec ou de faillite ressort à 1.5% pour les entreprises sous LBO contre 4.7% au niveau national.

Au Maroc la première opération de LBO remonte à 2003, le nombre ne cesse de croître avec notamment la création de nouveaux fonds LBO.

Le développement récent de ces LBO conduit à s'interroger sur les facteurs qui caractérisent ces opérations, et sur les conditions objectives qu'elles doivent remplir pour être menées à bonne fin.

## Résumé (ce qu'il faut retenir)

Les opérations de leverage buy-out (LBO) désignent l'achat d'une entreprise par des investisseurs financiers, associés aux dirigeants de l'entreprise achetée, dans le cadre d'un montage financier comportant une proportion plus ou moins importante d'emprunts, dont le remboursement est prévu par un prélèvement sur les cash-flows futurs.

Les opérations à effet de levier mettent en œuvre la combinaison de quatre leviers principaux. Les mécanismes prévalant pour chacun d'eux sont relativement simples. Les principaux effets de levier sont le levier financier, le levier fiscal, le levier juridique et le levier social et managérial.

- Le levier financier est souvent résumé par le fait qu'il consiste à permettre le financement d'un projet grâce à l'argent des autres.
- Le levier fiscal résulte des moyens mis en œuvre permettant de minimiser le coût d'opportunité fiscale du montage de LBO, en palliant l'existence simultanée d'un déficit fiscal dans la société holding et d'un résultat imposable dans la cible.
- Le levier juridique s'appuie sur la différenciation du capital et du pouvoir pour permettre aux acheteurs d'avoir le contrôle de la cible.
- L'effet de levier social concerne le rôle joué par les repreneurs opérationnels dans les opérations à levier. Les compétences doivent donc s'étendre aux fonctions clés d'une entreprise (commercial, marketing, production, financier...).

Sous le terme LBO se cachent une multitude de pratiques faisant intervenir des repreneurs externe ou interne, issus de management de la cible en question ou non. On répertorie ainsi les types suivants :

- Le Leverage Management Buy Out ( LMBO)

- Le Leverage Buy In (LBI)
  - Le Buy in Management Buy Out (BIMBO)
  - Le MBO et le MBI (Management Buy Out/In)
  - Le Buy and Build Up (LBU)
- 
- L'OBO (Owner Buy Out)

De par sa définition, le financement d'un LBO est principalement assuré par un endettement qui peut prendre diverses formes (dette bancaire senior ou junior ; OBSA ; ORA ...).

Si la sortie normale d'un LBO est la revente de l'entreprise, après remboursement des emprunts, à une autre entreprise, certains LBO se dénouent au travers d'une nouvelle opération de LBO, qui associe en général les dirigeants en place à de nouveaux investisseurs. Une introduction en bourse pouvant être envisagée également comme voie de sortie.

On constate dans le débouclage des LBO que les investisseurs en capital réalisent des plus-values importantes sur des périodes de temps relativement courtes. Ainsi, un LBO paraît de prime abord créateur de valeur, la principale source étant le levier fiscal. Plusieurs méthodes permettent de mesurer cette valeur créée mais la plus pertinente dans le cas des LBO est l'APV.

L'APV (Adjusted Present Value) est une méthode d'évaluation des actifs financiers qui conduit à actualiser à des taux différents les flux présentant des risques différents. Difficile dans sa mise en œuvre, elle peut apporter des résultats intéressants dans quelques cas bien précis : structure financière très évolutive sur un horizon court (ce qui est le cas des opérations de LBO ou de financement de projets), investissement effectué à l'étranger...

Au Maroc, les opérations de LBO connaissent un essor dans la mesure où la sphère économique est composée principalement de PME familiale dont une proportion considérable des dirigeants est en âge de retraite. Par ailleurs ces opérations sont utilisées par de grands groupes dans le cadre de décisions stratégiques.

Après avoir assisté à cette présentation, nous devons être en mesure de répondre à un certain nombre de questions.

### Questions de compréhension et d'analyse

- ▶ Quelle innovation apportent les LBO en matière de rachat d'entreprise? Quels en sont les principaux avantages?
- ▶ Sur quels critères vous baseriez vous pour choisir une cible dans le cas d'un LBO?
- ▶ A votre avis les LBO peuvent-ils trouver un terrain favorable au Maroc?

## I. Définition

Qu'est-ce qu'un LBO ? Ce sigle signifie « leveraged buy out », ce qui se traduit littéralement par « rachat d'entreprise avec effet de levier ». Il s'agit d'une technique financière par laquelle un fonds d'investissement en général rachète une entreprise en se finançant principalement par endettement, ce financement par endettement permettant de réaliser un taux de profit supérieur à celui qu'il aurait obtenu s'il avait financé intégralement son acquisition en cash. Cette technique est connue comme « levier d'endettement ». Elle est largement utilisée par les fonds d'investissement.

Un LBO (Leverage Buy Out) peut être défini comme l'achat d'une entreprise saine, financé partiellement par des emprunts, dans le cadre d'un schéma financier, juridique et fiscal spécifique où les dirigeants repreneurs sont associés en partenariat avec des investisseurs financiers spécialisés en vue de réaliser ensemble une plus-value à moyen terme.

Dans le LBI (Leverage Buy-In), l'acheteur vient de l'extérieur dans le capital de la société alors que dans le LBO, il est issu de celle-ci.<sup>2</sup>

### **L'achat ...**

Un LBO implique en principe un changement de contrôle de l'entreprise achetée.

### **... d'une entreprise saine ...**

Le LBO concerne des entreprises industrielles, commerciales ou de services d'une certaine et dont la valeur excède les capacités financières d'un dirigeant repreneur individuel. L'entreprise doit être financièrement saine, rentable et disposer de solides atouts concurrentiels.

### **... financé partiellement par des emprunts ...**

Les prêts sont réalisés principalement par les banques.

Un niveau optimal d'endettement est déterminé par les investisseurs financiers, au cas par cas, en fonction des caractéristiques financières de la société cible.

### **... dans le cadre d'un schéma financier, juridique ...**

L'achat est réalisé via un holding de reprise, qui détiendra les titres de la cible et supportera les emprunts correspondants.

Les emprunts bancaires du holding de reprise sont garantis par les titres de la cible.

Ce type de montage fait apparaître un effet de levier financier (défini comme le rapport dettes d'acquisition/fonds propres) qui augmente la rentabilité des capitaux investis par les actionnaires.

### **... et fiscal spécifique ...**

Il est préférable que le holding de reprise détienne au moins 95 % du capital et des droits de vote de la cible, ce qui permet de déduire les frais financiers de la dette d'acquisition du bénéfice imposable de la cible en application du régime de l'intégration fiscale. Dans le cas contraire le montage n'est pas optimisé.<sup>3</sup>

---

**2** LBO guide pratique (pdf) de l'Association Française des Investisseurs en capital (AFIC)  
[www.afic.asso.fr](http://www.afic.asso.fr)

**3** Voir effet de levier fiscal

**... où les dirigeants repreneurs sont associés à des investisseurs financiers ...**

Les opérations de LBO sont montées par un fonds ou une société de capital-investissement spécialisé.

Les dirigeants repreneurs de la société acquise sont étroitement associés au montage de l'opération et détiennent une part significative du capital du holding de reprise.

**... en vue de réaliser ensemble une plus-value à moyen terme.**

L'objectif prioritaire des investisseurs financiers et des dirigeants associés est de réaliser une plus-value à moyen terme lors de la revente de la cible.

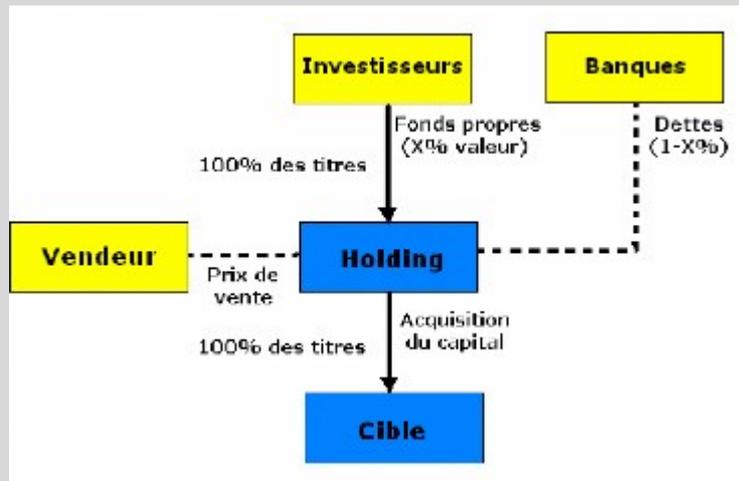


Schéma illustratif d'un LBO

## II. Typologie et enjeux des opérations de « Buy-Out »<sup>4</sup>

### 1. Typologie

La dénomination buy out regroupe plusieurs types d'opérations. La principale variable est le degré de participation des salariés de l'entreprise rachetée dans le holding de reprise :

- le Leverage Management Buy Out ( LMBO) est une opération par laquelle une entreprise-cible est rachetée par un fonds de buy out en association avec ses cadres dirigeants
- le Leverage Buy In (LBI) est l'opération par laquelle une entreprise cible est rachetée par un fonds de buy out en association avec de nouveaux dirigeants, le plus souvent recrutés pour la réalisation de l'opération par les gérants du fonds : c'est la reprise d'une société, à priori à fort potentiel, par une équipe dirigeante qui prend la place de celle existante. L'opération est à haut risque dans la mesure où les nouveaux dirigeants n'ont pas forcément l'expérience de la cible : de ce fait, elle repose sur la qualité managériale des repreneurs ;

**4 Ingénierie Financière P.GENSSE & P.TOPSAALIAN pages 302 ; 303**

- le Buy in Management Buy Out (BIMBO) : synthèse du LBI et du LMBO, le BIMBO est le rachat d'une entreprise-cible par un mode de buy out auquel s'associent à la fois des cadres déjà présents dans l'entreprise et de nouveaux dirigeants : montage hybride entre le MBO et le MBI, il a comme objectif d'apporter au nouveau manager la contribution de l'ancienne équipe dirigeante et de l'ancien manager. Très développé aux Etats-Unis, il offre des avantages certains au nouveau repreneur surtout au niveau de la motivation et de l'expérience
- enfin le Buy and Build Up (LBU) : opération (de LMBO, LBI ou BIMBO) ayant pour objectif la réalisation d'un projet de croissance externe (l'entreprise-cible devient dans ce cas la plate-forme d'une ou de plusieurs nouvelles acquisitions qui visent à constituer un groupe ayant, sur son marché, un poids significatif, et donc une valeur d'entreprise supérieure à la valeur initiale de l'entreprise-cible) ;
- L'OBO (Owner Buy Out) se réfère au rachat d'une entreprise par un holding détenu conjointement par le dirigeant propriétaire actuel et des investisseurs financiers.

**Exemple** : Mr. Adil prend sa retraite et veut vendre son entreprise à ses cadres supérieurs. Il est à la tête d'une entreprise prospère, qui vaut 100 millions, et dont l'EBE est de 12,5 Millions, avec une perspective de croissance de 10 % par an. Cette entreprise n'est pas endettée. Mr. Adil veut vendre son entreprise à ses 20 principaux cadres supérieurs. Il s'agit d'un LMBO (leveraged management buy out : rachat d'une entreprise par la direction). Les principaux cadres n'ont pas les ressources nécessaires. Ils recourent aux services d'un fonds de LBO. Celui-ci va monter une société holding, destinée à racheter l'entreprise de Mr. Adil. Cette holding sera dotée de 15 millions, 14,1 millions apportés par le fonds de LBO et 0,9 millions apportés par les cadres (cela ne fait plus que 45.000 par personne). Les 85 millions restants seront empruntés aux banques, par exemple au taux de 5%. Les profits futurs vont donc servir à payer les intérêts du prêt. Au bout de 4 ou 5 ans, le fonds va revendre l'entreprise à un autre fonds d'investissement, avec une plus-value coquette. Les cadres qui sont partie prenante à l'opération vont également vendre leur part, ce qui leur rapporte de l'argent.

## 2. Enjeux des LBO

### Les enjeux pour la cible

- ✓ Préserver son indépendance : éviter les fusions coûteuses...
- ✓ Conserver son autonomie
- ✓ Focaliser toutes ses ressources financières ou humaines sur son propre développement

### • Les enjeux pour le management

- ✓ Acquérir son indépendance et son autonomie
- ✓ Un vrai projet de développement

- ✓ Un vrai projet d'entrepreneur pour les filiales de grands groupes,
- ✓ Un partage de la plus-value favorable aux dirigeants : un potentiel d'enrichissement considérable.
- ✓ Un challenge important et des risques à la hauteur de celui-ci.....

#### Les enjeux pour le Vendeur

- ✓ Ne pas vendre à un de ses concurrents
- ✓ Réticence à vendre à ses cadres
- ✓ Eviter l'influence des cadres dirigeants sur le prix
- ✓ Eviter un processus de vente beaucoup plus complexe et long

### III. Principes et mécanismes

La technique du LBO est fondée sur un mécanisme très simple, dénommé levier d'endettement, qui permet d'assurer une rentabilité plus élevée que celle garantie par les marchés financiers. Ce type d'opération utilise également la structure juridique du holding pour générer un effet de levier juridique et fiscal.

#### 1. Les principes : les quatre effets de Levier

On attribue généralement à Aristote la citation suivante : « Donnez moi un levier, je soulèverai la terre ». L'acquisition des entreprises par effet de levier s'appuie sur une succession de levier (financier, juridique, fiscal et social), le but étant de maximiser le rapport de son résultat par rapport à son investissement.

##### a) L'effet de levier financier

L'effet de levier (financier) est l'effet sur la rentabilité financière d'un recours plus ou moins important à l'endettement, à partir d'une rentabilité économique donnée. Lors d'un LBO, une société est à l'occasion d'une transaction financée en grande partie par un recours à l'emprunt. Par la suite, l'emprunt est remboursé avec les fonds dégagés par la société acquise, ou par la vente de ses actifs.

L'effet de levier, est formalisé dans la relation suivante :

$$R_{fp} = R_a + D/FP \times (R_a - CtDt)$$

R<sub>fp</sub> : rentabilité des fonds propres (rentabilité de l'investissement pour l'acheteur) ;

CtDt : coût de la dette. Il s'agit d'un coût net d'impôt, qui, compte tenu de l'économie d'impôt liée au régime d'intégration fiscale, est égal à = (1- taux d'IS) x taux moyen de la dette ;

R<sub>a</sub> : rentabilité de l'actif, hors frais financiers, ce qui correspond au ratio résultat

cible/prix d'acquisition dans un schéma de reprise par holding ;

D/FP : rapport dettes/fonds propres, qui matérialise la part plus ou moins importante du financement de l'acquisition en endettement.

La rentabilité de l'actif est un phénomène indépendant du montage. Elle dépend du prix payé pour acquérir l'entreprise, du pourcentage de détention et des capacités de distribution de la société cible.

Le produit  $D/FP \times (Ra - CtDt)$  représente l'effet de levier du montage.

L'effet de levier est un instrument puissant pour améliorer la rentabilité d'un investissement, mais il peut aussi devenir négatif, on parle dans ce cas de levier inverse ou « effet massue ». C'est le cas des structures trop lourdement endettées et dont la rentabilité ne s'améliore pas très rapidement. La seule issue est un désinvestissement massif et rapide, qui permet de réduire l'endettement.

### **Illustration de l'effet de levier d'endettement**

Pour une entreprise qui n'est pas endettée, les ratios de rentabilité économique et financière sont équivalents.

Soit une entreprise qui a 100 millions de capitaux propres investis et qui réalise 15 millions de résultat.

Sa rentabilité économique égale sa rentabilité financière =  $(15/100)$  soit 15 % car elle n'a pas de dette.

En revanche, si l'entreprise s'endette, elle a toujours 100 de capitaux investis, mais elle les a financés en partie par endettement. Par exemple 50M de crédits bancaires au taux de 5 % l'an, et 50millions de capitaux propres.

La rentabilité économique est toujours de 15 % =  $15/\text{Capitaux investis} = 15/100$ .

Mais la rentabilité financière est différente : le résultat net n'est plus de 15,  
 $15 - \text{intérêts} (5 \% \text{ de } 50, \text{ soit } 2,5) = 12,5$

La rentabilité financière est alors de  $12,5/50$  (montant des capitaux propres) soit 25 % au lieu de 15 %.

### **b) L'effet de levier fiscal**

Le levier fiscal résulte des moyens mis en œuvre permettant de minimiser le coût d'opportunité fiscale du montage de LBO, en palliant l'existence simultanée d'un déficit fiscal dans la société holding et d'un résultat imposable dans la cible. Le régime fiscal de groupe ou l'intégration fiscale<sup>5</sup> en est un des moyens, dont l'intérêt est l'amélioration financière de l'opération de LBO par l'économie d'impôt substantielle, limitée cependant par l'amendement Charasse.<sup>6</sup>

### **Le principe du régime d'intégration fiscale**

---

**5\_** Ce régime est absent au Maroc ou seul le régime mère-fille permet de faire remonter les dividendes de la filiale au niveau de la holding en exonération d'impôt.

La mise en place du régime d'intégration fiscale permet au groupe constitué par la société holding et la société cible de bénéficier, sous réserve de respecter certaines conditions, d'une économie d'impôt en faisant diminuer son assiette fiscale du montant des intérêts de la dette d'acquisition. Le mécanisme repose sur l'imputation sur le résultat bénéficiaire et imposable de la cible, des charges financières du holding liées notamment à l'emprunt contracté pour acquérir la cible, ainsi que les frais de fonctionnement éventuels, engendrant un déficit fiscal au niveau du holding.

### **Exemple**

Prenons l'exemple suivant: le holding NewCo a emprunté 95 M à un taux d'intérêt de 6 % pour financer l'achat de la cible. Le résultat total avant l'impôt s'élève à 25 M. L'entreprise est assujettie à un IS de 30 %.

Dans le cadre du régime mère-fille:

- La cible paie un IS de  $(25 \text{ M} \times 30 \%)$ , soit 7,5
- La NewCo ne fait aucun bénéfice en dehors de celui que lui procurent les dividendes versés par la cible ; lequel n'est pas imposable.

Dans le cadre du régime d'intégration fiscale:

- Le résultat total du groupe se calcule en sommant les bénéfices de la cible et le résultat financier (négatif) de la NewCo ;
- L'impôt sur les sociétés appliqué au groupe est donc:  
 $[25 - (95 \times 6 \%) ] \times 30 \%$ , soit 5,79 M.

### **Comparatif régime mère-fille / régime d'intégration fiscale Régime mère-fille**

Régime mère- fille	Régime d'intégration fiscale
Résultat imposable fille ( OpCo) = 25 M MAD IS fille = $25 \text{ M MAD} \times 30\% = 7,5 \text{ M MAD}$ IS mere = 0 MAD	Résultat imposable groupe = $25 \text{ M} - (95 \times 6 \%) = 19,3 \text{ M MAD}$ IS groupe = $19,3 \text{ M MAD} \times 30\% = 5,79 \text{ M MAD}$
IS groupe = 7,5 M MAD	IS groupe = 5,79 M MAD

Ainsi, il est très intéressant d'adopter le régime d'intégration fiscale.

#### *c) L'effet de levier juridique*

**6** Impossibilité de déduire des intérêts d'emprunt du financement lorsqu'il y a contrôle de la holding et de la cible par un même actionnaire et que l'on est dans un système d'intégration fiscale.

Le levier juridique s'appuie sur la différenciation du capital et du pouvoir. Cette technique doit permettre avec un apport de capitaux limité de contrôler la totalité du groupe. Il existe différents outils pour faire jouer le levier juridique dans une opération de LBO.

D'un point de vue juridique, le pouvoir appartient à celui qui détient au moins 50% des droits de vote (majorité simple). Il suffit donc de détenir 50% de la cible et 50% du holding pour avoir les pleins pouvoirs... Cet effet de levier peut être démultiplié par la mise en place d'une succession de holdings « en cascade ».

Il est également envisageable de créer des droits de vote doubles au profit des seuls repreneurs...

#### *e) L'effet de levier social*

Il existe enfin un dernier levier, peut être moins évident que les autres, mais qu'il convient également de citer, il s'agit du levier social. Ce levier souligne l'importance du rôle des repreneurs dans une opération de LBO. C'est en effet leurs actions qui vont déterminer si l'opération est un succès ou un échec. La réussite d'un LBO tient en grande partie à la bonne gestion de l'entreprise. Les banques et les investisseurs prennent donc la plupart du temps en compte dans leur analyse l'évaluation de l'équipe de repreneurs. Il s'agit de mesurer leur degré d'implication et de savoir s'ils sont capables de gérer l'entreprise malgré les contraintes liées à une opération de LBO. Les principaux atouts de l'équipe de repreneurs résident dans leurs compétences, leur complémentarité et leur motivation. Il est important que le nouveau management dispose de compétences dans l'ensemble des fonctions nécessaires au bon fonctionnement de l'entreprise. Enfin, l'équipe de repreneurs est associée à l'opération puisqu'ils fournissent une part des capitaux. Cet apport en capitaux les incite à agir dans une logique de propriétaire et les implique davantage dans l'opération. Il arrive que les repreneurs s'endettent à titre personnel pour constituer les apports de capitaux. Cet endettement a également un effet de démultiplication du levier financier.

#### *f) Les autres leviers à utiliser*

La détermination du prix de vente des actions constitue fréquemment un point crucial mettant en péril la conclusion même de la vente. Pour éviter l'impasse, les parties disposent de plusieurs moyens qui constituent pour l'acquéreur de véritables leviers complémentaires :

**Le paiement différé :** Il s'agit, pour le vendeur, d'accepter un différé de paiement partiel ou total. Cependant, sa créance sur l'acquéreur est certaine et n'est donc, en principe, soumise à aucune condition ou aléa (le risque de non paiement peut être couvert par une caution bancaire).

Sans acte particulier, ses modalités sont définies dans l'acte de cession et le transfert de propriété a bien lieu au moment de la signature.

**Le crédit vendeur :** Le vendeur accepte qu'une partie du prix soit transformé en prêt en faveur de la NewCo (formalisé par un contrat).

L'intérêt principal pour l'acquéreur est d'impliquer le vendeur. En effet, en cas d'échec de l'opération, celui-ci aura peu de chances de récupérer le montant de son prêt. Pour le vendeur, il présente l'intérêt de pouvoir vendre au prix souhaité mais en facilitant le règlement.

**Le complément de prix ou « earn out » :** Dans le cas où les parties n'arrivent pas à s'entendre sur un prix, une des solutions envisageable pour aboutir à un accord est la mise en place d'une clause de « earn out ». Il s'agit de convenir d'un seuil minimal de performance à atteindre par la cible, pendant une durée à déterminer, au-delà duquel toute performance supplémentaire entraînera le versement, par l'acquéreur, d'un complément de prix.

## 2. La mécanique montage du LBO

### a) Les principaux acteurs

- Les dirigeants repreneurs

Les équipes de management sont souvent parties prenantes dans les opérations de LBO. Elles sont en charge de la gestion opérationnelle de la cible. Ils sont la plupart du temps associés au montage dans la mesure où ils participent aux apports de capitaux. Ces équipes sont soit des équipes déjà en place avant l'opération ou sont des managers extérieurs recrutés dans le cadre de la transaction.

- Les investisseurs financiers

Ils ont pour objectif de prendre une participation, minoritaire ou majoritaire, dans des entreprises aux côtés des repreneurs. Ces investisseurs financiers apportent des fonds propres qui permettent de développer, et dans le cas du LBO de racheter l'entreprise. On trouve deux types d'investisseurs financiers, le capital investissement et les spécialistes LBO. Les sociétés de capital investissement disposent d'un large portefeuille de participations et n'ont pas vocation à s'impliquer dans la gestion de l'entreprise alors que les spécialistes LBO s'intéressent à la gestion des entreprises et apportent leurs compétences dans ce type d'opérations.

- Les banques

Les banques jouent un rôle primordial dans les opérations de LBO puisque ce sont elles qui assurent la plus grande partie de l'investissement. La plupart des banques ont donc développé des services spécialisés en financement LBO. Dans le cadre d'opération de LBO mettant en jeu des montants significatifs, les banques syndiquent le financement, c'est-à-dire qu'elles redistribuent une partie de l'emprunt qu'elles ont garanti à un tour de table de financiers (généralement d'autres banques) par cession ou transfert de créances. Cette opération de syndication permet aux banques de réduire leur exposition, leur risque.

- Les conseils et intermédiaires

Il convient de les citer dans la liste des intervenants dans une opération de LBO dans la mesure où ils apportent un réel savoir faire et influent fortement sur les conditions de l'opération. On trouve parmi ces acteurs :

- Les conseils en fusions acquisition :

Ils doivent permettre une évaluation exacte de la cible, ils sont également chargés de la présentation de l'opération auprès des différents intervenants.

- Les avocats spécialisés dans ce type d'opération :

Ils interviennent dans la rédaction des différents actes relatifs à la cession (contrats de prêt, convention de nantissements...).

- Les audits :

Ils ont pour objectifs de vérifier les informations du vendeur, de confirmer le bien fondé de la valorisation de la société. Ces audits s'accompagnent quand les opérations sont de tailles significatives d'audit stratégiques.

#### ***b) Les sources de financement des opérations de LBO***

##### Les fonds propres

Une partie du financement doit être apportée par les initiateurs de l'opération. Ces capitaux propres donnent juridiquement la propriété de la holding aux apporteurs de capitaux. Cet apport en capital peut se faire en numéraire mais peut également se réaliser sous la forme d'un apport d'actifs. Cela peut être le cas quand le vendeur souhaite rester dans le capital de la société après l'opération de LBO. Le vendeur apporte alors une partie des titres de la société cible.

##### La dette senior

On parle de dette « senior », pour un emprunt bancaire, sur 5 à 7 ans, spécifiquement consacré à une acquisition. Aujourd'hui, il n'est guère envisageable de dépasser 2 fois le montant des capitaux propres, tant ce type de prêt est considéré comme risqué par les banquiers...

La dette senior représente généralement un montant compris entre 3 et 5 fois l'excédent brut d'exploitation de la cible.

##### La dette mezzanine

Il s'agit d'un financement hybride entre dette senior et fonds propres. La dette mezzanine prend souvent la forme d'obligations convertibles ou d'obligations adossées à des bons de souscription d'action qui permettent donc aux prêteurs d'accéder à terme à une partie du capital de la société. Le remboursement de la dette mezzanine intervient in fine après le remboursement de la dette senior. Les sommes débloqués dans le cadre de la dette mezzanine doivent permettre d'atteindre, en prenant en compte la dette senior, un endettement total égal à environ 4 à 7 fois l'Excédent brut d'exploitation. La maturité de la dette mezzanine est généralement comprise entre 7 et 10 ans.

##### La remontée exceptionnelle de dividende

En fonction du niveau de trésorerie de la cible, l'acquéreur peut envisager de s'en servir pour financer l'opération. Cependant cette utilisation de trésorerie ne doit pas mettre en danger l'exploitation. L'acquéreur doit prendre soin de n'utiliser que la part de trésorerie qui ne constitue qu'une accumulation pure de richesse, il ne doit pas utiliser la partie de la trésorerie qui sert à

financer le cycle d'exploitation. L'utilisation de cette trésorerie va donc passer par la distribution d'un dividende exceptionnel au nouvel acquéreur.

### La vente d'actif

Il s'agit de céder un actif de la société cible pour en financer partiellement l'acquisition. Il peut s'agir par exemple de bâtiments que l'entreprise n'utilise pas. L'entreprise perçoit alors le montant de la cession et réalise une remontée de dividende au niveau de l'acquéreur.

#### **c) Les pré-requis à un LBO**

La viabilité du montage dépend directement de l'aptitude de la société cible à générer des bénéfices récurrents, proportionnels à l'endettement de la société holding. D'où la nécessaire appréciation de la capacité d'endettement et de remboursement de la société holding.

Afin de répondre aux exigences d'un LBO, la société cible doit répondre à un certain nombre de pré-requis, et disposer notamment :

- ✦ d'une rentabilité significative et récurrente avec un réel potentiel de croissance (résultats de bon niveau et réguliers, taux d'endettement relativement modéré, besoin en fonds de roulement maîtrisé, faibles dépenses prévisionnelles d'investissement, trésorerie excédentaire, aptitude à générer des dividendes, etc.) ;
- ✦ d'atouts et avantages concurrentiels (bon positionnement sur un marché, peu de dangerosité des concurrents, maturité des produits ou services, capacité d'innovation)
- ✦ d'un outil de production adapté et un savoir-faire transmissible (efficacité de l'organisation, qualité et niveau d'utilisation de l'outil de production) ;
- ✦ d'une équipe de management performante ;
- ✦ d'un actionnariat maîtrisé (les actionnaires minoritaires doivent notamment être favorables à l'opération de LBO envisagée).

#### **d) Les étapes de constitution**

- **L'ELABORATION DU BUSINESS PLAN**

La démonstration de la viabilité d'une opération de LBO repose sur un business plan détaillé, dressant un diagnostic chiffré de la société cible et un plan de développement commercial, économique et financier à 5 ans.

C'est sur la base de ce document confidentiel que les investisseurs financiers vont se prononcer sur l'opportunité d'un LBO.

Le business plan comprend de manière générale :

- la position concurrentielle de la société, la qualité de l'organisation, l'analyse des forces / faiblesses, des opportunités, etc. ;
- les grandes orientations à venir (croissance anticipée, investissements, acquisitions, politique commerciale, etc.) ;
- une simulation chiffrée sur 5 ans (compte de résultat, tableau de financement, bilan).

- **L'ETABLISSEMENT DES DOCUMENTS JURIDIQUES**

Au cours de la phase de négociation, les dirigeants et les investisseurs financiers matérialiseront leur accord dans une lettre d'intention décrivant les grandes lignes de l'offre de reprise (notamment le pourcentage de capital à acquérir, le prix de cession qui est proposé après évaluation de la cible, les modalités de révision du prix en fonction des résultats des audits, etc.).

Puis seront établis les documents juridiques nécessaires à la mise en oeuvre de l'opération de LBO, à savoir notamment :

- un protocole d'acquisition des titres de la société cible, conclu le plus souvent sous conditions suspensives (audit juridique, fiscal, social et d'assurances ; obtention des financements bancaires par la société holding ; agrément du cessionnaire en cas de clause d'agrément ; information et consultation préalables du comité d'entreprise de la société cible, etc.).
- un pacte d'actionnaires régissant les modalités d'exercice de la direction sociale, de contrôle du capital et de sortie du LBO (revente de la société cible, introduction en bourse, cession aux dirigeants, etc.) ;
- le contrat de prêt octroyé par les banques à la société holding (avec les ratios bancaires à respecter par l'emprunteur) ;
- les garanties requises par les banques (ratios et engagements visant à contrôler l'évolution financière de l'emprunteur ; nantissement des titres de la société cible ; souscription d'assurance homme-clé, etc.).

- **LA CREATION DE LA HOLDING DE REPRISE**

Pour les besoins d'une opération de LBO, les dirigeants et les investisseurs financiers créent ensemble une holding de reprise, dont ils sont les seuls actionnaires.

La société holding aura, le plus souvent, la forme d'une société anonyme (dans le cas d'une perspective d'introduction en bourse ou de reconstitution de l'actionnariat), ou d'une société par actions simplifiée (dans le cas où une sortie de LBO par introduction en bourse n'est pas prévue).

La société holding a pour vocation de détenir l'intégralité ou un pourcentage majoritaire des actions de la société cible, et de supporter les emprunts finançant, pour leur plus grande partie, l'acquisition de ces titres.

#### e) **La sortie de LBO**

##### La sortie en bourse

L'introduction en bourse d'une entreprise acquise par financement avec effet de levier est une issue logique du LBO lorsque l'entreprise est rentable et possède encore des perspectives de croissance. Cette solution est une mesure de réussite du LBO dans la mesure où elle assure la pérennité de l'entreprise qui pourra ainsi recourir à l'épargne publique pour financer sa croissance avec comme effets positifs l'image de marque et de crédibilité que l'introduction en bourse lui apporte, tout en permettant à l'investisseur de réaliser le rendement de tout ou partie des fonds investis.

Cette issue n'est cependant envisageable que si les conditions du marché boursier sont favorables et permettent de valoriser l'entreprise à un prix attractif. Or, elle se heurte à la difficulté technique des conditions d'introduction de l'entreprise sur le marché boursier (taille minimum, historique de croissance et de rentabilité, règle des deux années d'activité et des deux bilans approuvés avant l'introduction au Second Marché, etc.)

##### Les LBO secondaires

Elle consiste à substituer aux actionnaires financiers d'origine d'autres investisseurs financiers grâce à une nouvelle opération de LBO sur le montage de LBO d'origine.

L'opération consiste à créer un nouveau holding qui s'endettera pour reprendre l'ancienne. Le reliquat de l'ancienne dette senior est, le cas échéant, refinancé par les financiers du second LBO. Les deux holdings ont ensuite vocation à fusionner assez rapidement afin que les banquiers seniors puissent s'octroyer une garantie sur les titres de la cible et non sur ceux du holding d'origine.

L'on assiste alors à une explosion du marché des LBO sur LBO (jusqu'aux LBO tertiaires, voire plus jusqu'à l'infini réalisable...) Cette tendance serait-elle propice à générer des abus ? Car la mécanique financière des LBO qui en font des investissements particulièrement attractifs n'est pas sans limite. On ne peut raisonnablement espérer que les dirigeants, quelles que soient leurs qualités et motivation, puissent réaliser des taux de rentabilité croissants, ni imaginer que des LBO successifs puissent ponctionner durablement le cash-flow de l'entreprise cible laquelle doit parallèlement réaliser les investissements nécessaires pour accroître sa productivité et assurer sa croissance.

L'émergence des LBO secondaires laisse craindre l'apparition d'une bulle spéculative menaçante, dont l'éclatement pourrait mettre un jour à mal les fonds de LBO et les banques qui les financent. En effet, « si ce phénomène prend de l'ampleur, le risque est grand que se constitue une bulle financière dans laquelle les investisseurs s'échangent des sociétés à des prix sans commune mesure avec le marché »<sup>7</sup>. Ainsi, à partir du moment où les LBO deviennent successifs, le financement d'acquisition d'entreprise par effet de levier ne peut plus être considéré comme le financement d'une transmission mais comme une situation de surendettement structurelle associée à un actionnariat non conventionnel mis en place entre deux opérations de financement. C'est un mode nouveau d'appropriation du capital étranger à l'esprit de rentabilité et de pérennité de l'entreprise cible.

### La cession à un industriel

L'une des issues de LBO est la revente de la société rachetée à un industriel concurrent ou à la recherche d'une intégration verticale ou horizontale. C'est dans cette configuration que 100% du capital peuvent être mobilisés, tandis que la valorisation des synergies de rapprochement permet de maximiser le prix de vente. Solution rémunératrice pour l'investisseur financier dans la mesure où l'industriel concurrent est enclin à offrir un bon prix de rachat pour réaliser sa politique de croissance, et pérenne pour l'entreprise, cependant, elle se heurte souvent à l'hostilité de l'équipe dirigeante qui se voit priver, au mieux de liberté d'action, et au pire, d'activité, dans la mesure où l'équipe en place est souvent remplacée à terme par l'équipe du nouvel acquéreur industriel.

## IV. Avantages et inconvénients des « buy out »

### 1. Les avantages des opérations à effet de levier

- ✦ Permettre à des cadres dirigeants ou à des investisseurs de prendre le contrôle d'une société cible avec un apport personnel minimum puisque l'acquisition est largement financée par un emprunt bancaire dont le coût est inférieur au taux de rentabilité attendu de la cible.
- ✦ **La technique du rachat avec effet de levier est particulièrement bien adaptée aux problèmes de transmission patrimoniale et aux problèmes de stabilité d'actionnariat.** Les dirigeants d'entreprises familiales arrivant à l'âge de la retraite ne trouvent plus forcément un repreneur au sein de leur famille. Le dirigeant se tourne alors plus facilement vers ses cadres que vers ses concurrents par exemple, pour transmettre et pérenniser son entreprise.

---

<sup>7</sup> Les Echos du 21 novembre 2000, p. 34, « Les LBO secondaires, un mode de cession promis à un bel avenir en France ».

- ✦ La consolidation de certains secteurs et l'évolution des portefeuilles d'activités de grands groupes sont également propices aux LBO avec ou sans les cadres dirigeants.

Si une filiale rentable ne s'intègre pas à la stratégie d'évolution d'un groupe, les dirigeants peuvent être tout à fait intéressés par un LMBO qui leur permettra de pérenniser la filiale et de se constituer un patrimoine. A défaut, une cession en LBI à des investisseurs extérieurs peut être aussi intéressante pour désendetter la maison-mère par exemple ou ajuster l'actionnariat.

## 2. Les inconvénients des opérations à effet de levier

Les opérations de LBO ne présentent pas que des avantages. En effet dans le cas de l'intégration fiscale, ces opérations à effet de levier entraînent une perte de recette fiscale pour l'Etat.

Par ailleurs dans la quête d'une rentabilité toujours accrue, le LBO contraint les dirigeants à une réduction continue des coûts. Cette stratégie peut avoir un effet négatif sur l'emploi, accompagné d'un effet sur les salaires.

On reproche également au LBO d'aller à l'encontre des investissements productifs. Ils recherchent des cash-flows les plus élevés possibles et se désintéressent de l'avenir à long terme de l'entreprise. C'est tout le contraire de ce que requiert la pérennité à long terme de l'entreprise, qui implique de se projeter dans la durée. L'exemple typique de ce reproche est les investissements en R&D.

Une remontée des taux d'intérêt aurait des conséquences considérables pour les entreprises sous LBO, car les montages de LBO reposent en général sur des taux variables. En cas de remontée des taux d'intérêt, les charges d'endettement pourraient augmenter très rapidement, déséquilibrant les plans de financement, risquant de conduire à la faillite les entreprises concernées, et par suite occasionnant des pertes importantes aux prêteurs.

## V. Les LBO sont-ils créateur de valeur ?

### **La création de valeur dans un LBO ne trouve pas son origine dans le levier financier<sup>8</sup>**

Grâce au levier financier, le coût moyen pondéré du capital utilisé comme taux d'actualisation des cash-flows pour mesurer la valeur du LBO, se trouverait réduit significativement du fait du faible coût de la dette et de sa forte proportion.

---

<sup>8</sup> Revue « Echanges » n°211 juin 2004 Dossier « Evaluation et négociation d'entreprises » les LBO sont t'ils créateur de valeur de Marc Gerretsen, associé, PricewaterhouseCoopers Corporate Finance

En effet, la forte proportion de dette, dont le coût est moindre que celui des fonds propres du fait d'un risque plus faible, conduirait mécaniquement à faire baisser le CMPC (coût moyen pondéré du capital), et donc à augmenter la valeur.

Ainsi, la différence entre le CMPC effectif d'un LBO, plus faible grâce au levier financier et le CMPC normatif de l'activité objet du LBO, expliquerait la création de valeur. Cependant remarquons que le coût des fonds propres d'un LBO est significativement plus élevé que le coût des fonds propres de la même activité endettée à un niveau normatif. En effet, le risque de faillite est plus élevé du fait du montant important de la dette dans un LBO. C'est d'ailleurs pour cette raison que le taux de rentabilité interne (TRI) exigé par les investisseurs en capital dans un LBO est élevé (on parle souvent de 25 %), afin de prendre en compte ce risque ; ce qui conduit à annuler l'effet baissier de la dette.

Le levier financier ne constitue donc pas la source de création de valeur d'un LBO. En effet, la plus-value importante réalisée par les investisseurs en capital au débouclage du LBO est essentiellement la contrepartie de l'abandon des dividendes au cours de la vie du LBO, l'intégralité des flux ayant servi au remboursement de la dette.

### **Le levier fiscal, source de création de valeur additionnelle**

La seule source de création de valeur additionnelle d'un LBO réside dans le levier fiscal provenant de la déductibilité des intérêts de la dette.

Se pose alors la question de l'évaluation de cette création de valeur fiscale.

La méthode usuelle du CMPC ne permet pas d'appréhender correctement la valeur d'un LBO pour plusieurs raisons :

- l'économie fiscale liée à la déductibilité des intérêts est incluse dans le calcul du CMPC par l'affectation du taux d'impôt au coût de la dette ;
- il est difficile de mesurer le coût du capital pour des structures fortement endettées. Les formules de « releverage » du bêta, qui permettent de tenir compte du niveau d'endettement dans le calcul du coût de fonds propres, trouvent leurs limites avec des niveaux d'endettement élevés ;
- l'approche par le CMPC suppose un niveau constant d'endettement. Or, il est mécanique dans un LBO que la dette diminue fortement avec le temps.

### **La méthode d'adjusted present value ou APV<sup>9</sup>**

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

Dans un premier temps, afin d'évaluer l'activité, on actualise les Free Cash Flow au coût des fonds propres déterminé en supposant l'endettement nul. Ce coût des fonds propres (aussi appelé Unlevered Cost of Equity) est calculé à partir de la formule du Medaf en retenant un bêta

---

<sup>9</sup> Ce modèle n'est vrai que lorsque l'entreprise restera bénéficiaire et qu'elle ne bénéficie pas d'autres exonérations (report des déficits, modification des taux d'impôts...).

désendetté (Unlevered Beta) dérivé de Levered Beta observé sur des sociétés comparables cotées opérant dans le même secteur d'activité que l'objet du LBO).

Dans un deuxième temps, on évalue l'avantage fiscal lié à la déductibilité des intérêts de la dette. Cet avantage est mesuré par la différence entre l'impôt théorique que paierait une structure entièrement financée par fonds propre et l'impôt effectif calculé après déduction des intérêts de la dette du LBO.

Ces flux d'économies d'impôts doivent ensuite être actualisés. Il existe des points de vue différents sur le taux d'actualisation à retenir pour évaluer les Tax Shields. Certains considèrent qu'ils doivent être actualisés au taux de risque attaché à la dette, c'est-à-dire le taux de la dette, d'autres considèrent, au contraire, qu'ils doivent être actualisés au coût des fonds propres. La deuxième approche apparaît réaliste dans le cas des LBO au regard du risque élevé attaché au remboursement de la dette et donc à la possibilité de déduire les intérêts.

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

Ainsi, l'APV consiste à mesurer explicitement la création de valeur qui résulte de la déductibilité des intérêts plutôt que de l'inclure dans le taux d'actualisation comme cela est fait avec le CMPC. On dispose dès lors d'une mesure plus fiable et explicite du levier fiscal, particulièrement pertinente dans le cadre d'un LBO où ce levier peut être très élevé et fluctue dans le temps au fur et à mesure de la réduction de la dette.

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

## VI. Cas de LBO au Maroc

Le Maroc présente une terre fertile pour ce type d'opération. En effet, selon une étude réalisée par le secrétariat de la CNUCED (Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement) dans le cadre du programme «Méditerranée 2000», 37,5% des patrons de PME se trouvent dans la tranche d'âge 23-40 ans, 31,25% sont âgés de 41 à 50 ans et 31,25% ont entre 51 et 60 ans. La culture de l'entrepreneuriat marocain veut que chaque propriétaire transmette son entreprise à ses descendants. Nombreuses sont les PME qui ont connu la faillite à cause de l'incompétence, la méconnaissance ou le désintéressement des repreneurs, d'où l'intérêt du LBO, en tant que parfait véhicule de transmission d'entreprises.

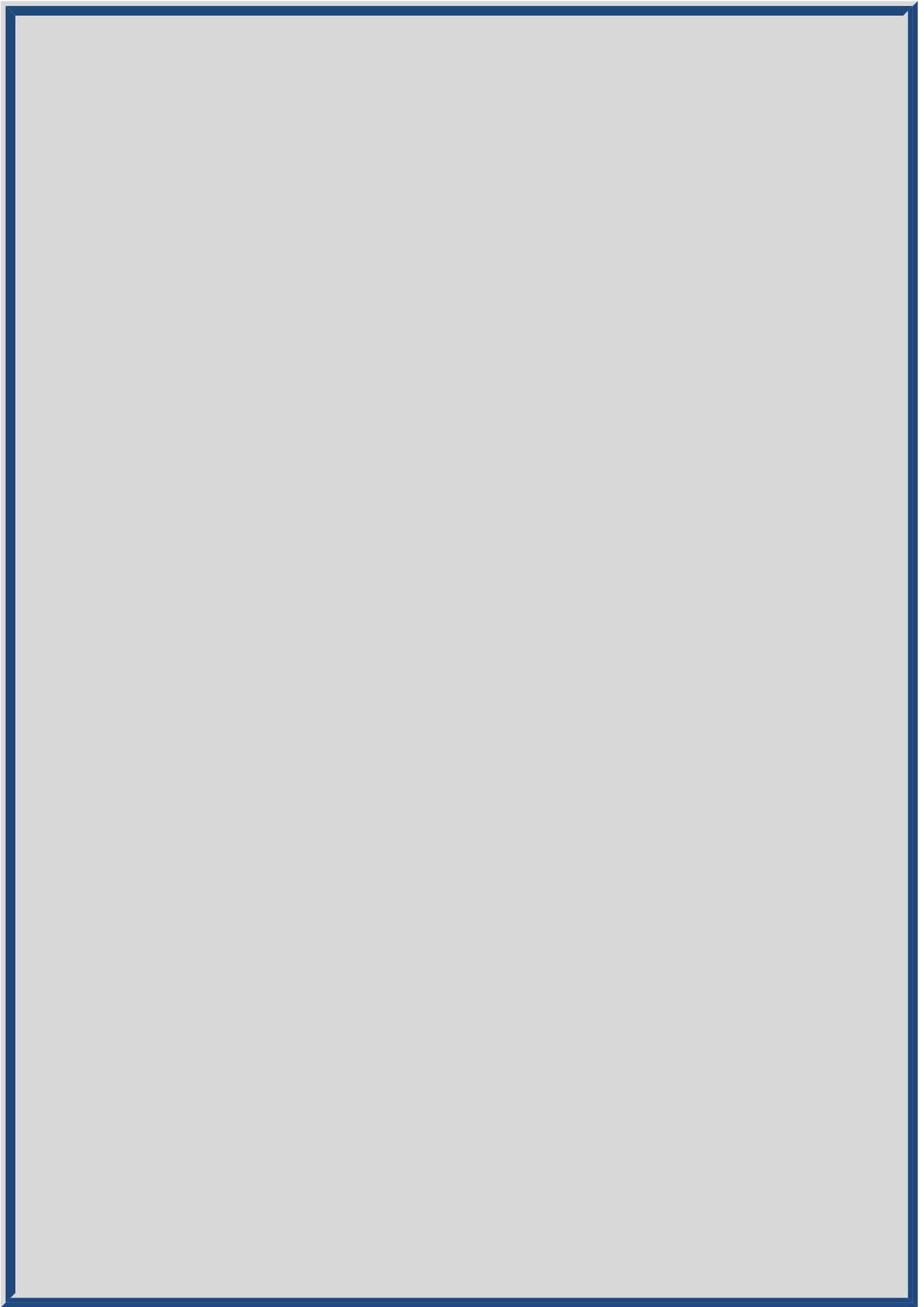
- La Société chérifienne des engrais (SCE) a été pratiquement la première société à être reprise par LBO plus précisément par MBO en mai 2003. Tout a commencé lorsque le Groupe ONA-SNI a voulu se désengager d'un certain nombre de participations et se recentrer, de ce fait, sur ses métiers de base. Le management de la SCE s'est porté acquéreur des participations du groupe ONA-SNI et du groupe Total, détenant respectivement 39,19% et 31,43% du capital de la SCE. Un holding, baptisé Holichem, a été créé à cet effet et a dû supporter la dette, sur un prêt accordé par un «pool»

de trois banques de la place. L'effet de levier, principe de définition d'un LBO, n'aura pas joué totalement en raison d'une règle fiscale qui n'autorise pas la déduction des charges d'intérêt du résultat imposable de la SCE. À l'évidence, une fusion entre les deux entités (Holichem et SCE) aurait pour effet de contourner cette contrainte et activer, par ricochet, le fameux effet de levier financier. Celle-ci n'a malheureusement pas pu se faire, du fait de la cotation de la SCE en Bourse. De plus, la tentation de sortie de la cote a échoué par le fait que la SCE est cotée en Bourse depuis 1950 et que certains institutionnels, et pas des moindres (CIMR, AXA), l'accompagnent depuis longtemps.

- juin 2008 MOBILIA lance une opération LBO consistant en l'acquisition de 100% de ses actions par un Holding spécialement crée pour l'occasion. Cette opération a été financée partiellement par BMCE BANK.
- Le fonds d'investissement LBO de BMCE Bank lève des fonds pour financer l'achat, auprès du groupe Sofmag, de la société agroalimentaire Indusalim, connue pour ses marques de margarine Magdor, Familia. Principe de LBO oblige, cette opération sera effectuée via FinaFood, holding ad hoc au capital de 33 MDH. Le reste du financement de la transaction qui s'élève à près de 100 MDH sera assuré par endettement bancaire que FinaFood remboursera en remontant du cash de sa cible.

## Conclusion

Dans la mesure où il constitue une technique attractive permettant à un nombre croissant d'entreprises de trouver une réponse performante à leur problématique de transmission tout en donnant la possibilité à de nombreux dirigeants salariés de devenir entrepreneurs, le LBO est un mode efficace de financement d'acquisition d'entreprises. Néanmoins, il reste une technique comportant une dose de risque intrinsèque élevée qu'il se faut de maîtriser. Il est essentiel lors du choix d'une opération LBO de prendre en considération Trois facteurs clés et primordiale qui sont aujourd'hui partiellement en inadéquation et mitigent la probabilité de succès : le prix des entreprises, le marché de la dette bancaire et les incertitudes sur les performances. Il convient donc de mener un important travail de préparation et de négociation tel que l'Intégration des perspectives de développement, et l'anticipation des difficultés qui vont permettre d'adopter une stratégie gagnant-gagnant au bénéfice des investisseurs financiers, des dirigeants et de l'entreprise pérennisée, et ce avec l'appui de conseils spécialisés.



## Bibliographie et webographie

- **Pierre vernimmen**, « *finance d'entreprise* » 6<sup>ième</sup> édition ed. Dalloz
- **Alain Choinel**, « *Introduction à l'ingénierie financière* » Revue banque, 2005

### Mémoire :

*LBO : MODE EFFICACE DE FINANCEMENT D'ACQUISITION DES ENTREPRISES ? Etude des mécanismes et analyse des facteurs de réussite et d'échec des opérations de financement d'acquisition d'entreprises avec effet de levier* par Virginie PHAM (Juriste) et Frédéric GARCIA (Ingénieur Financier CIC BSD)

### Webographie

Sites visités	Date de consultation
<a href="http://www.doc-etudiant.fr/Gestion/Finance/Expose-Financement-par-lbo-26153.html">http://www.doc-etudiant.fr/Gestion/Finance/Expose-Financement-par-lbo-26153.html</a>	Semaine du 14 au 21 octobre 2010
<a href="http://www.memoireonline.com/03/08/994/m_optimisation-financiere-fiscale-LBO-owner-buy-out8.html#toc21">http://www.memoireonline.com/03/08/994/m_optimisation-financiere-fiscale-LBO-owner-buy-out8.html#toc21</a>	Semaine du 14 au 21 octobre 2010
<a href="http://jurismaroc.xooit.fr/t464-LBO-marocain.htm">http://jurismaroc.xooit.fr/t464-LBO-marocain.htm</a>	Semaine du 14 au 21 octobre 2010
<a href="http://www.eyrolles.com/Entreprise/Livre/tout-savoir-sur-les-operations-de-lbo-9782297004213?PHPSESSID=">http://www.eyrolles.com/Entreprise/Livre/tout-savoir-sur-les-operations-de-lbo-9782297004213?PHPSESSID=</a>	Semaine du 14 au 21 octobre 2010
<a href="http://www.samhickmann.com/2010/07/rachat-dentreprises-le-mecanisme-lbo.html">http://www.samhickmann.com/2010/07/rachat-dentreprises-le-mecanisme-lbo.html</a>	Semaine du 21 au 28 octobre 2010
<a href="http://www.doc-etudiant.fr/Gestion/Finance/Expose-Financement-par-lbo-26153.html">http://www.doc-etudiant.fr/Gestion/Finance/Expose-Financement-par-lbo-26153.html</a>	Semaine du 21 au 28 octobre 2010
<a href="http://www.capitalinvest.co.ma/capitalinvest/website/metiers/notre-positionnement">http://www.capitalinvest.co.ma/capitalinvest/website/metiers/notre-positionnement</a>	Semaine du 21 au 28 octobre 2010
<a href="https://www.cms-bfl.com/Panorama-des-restructurations-dentreprises">https://www.cms-bfl.com/Panorama-des-restructurations-dentreprises</a>	23 November 2010

[au-Maroc-05-20-2010](#)